



Ana Rita Antunes Rodrigues

Crowdfunding: uma análise sobre o financiamento colaborativo por empréstimo e as vantagens face ao financiamento tradicional

Dissertação para obtenção do grau de mestre
em Direito e Mercados Financeiros

Orientação: Prof.^a Doutora Joana Farrajota

Setembro 2019

Crowdfunding: uma análise sobre o financiamento colaborativo por empréstimo e as vantagens face ao financiamento tradicional

Ao 'Zé

Ao avô João

À tia Olinda e ao Tio Mota

A. Declaração anti plágio

Para os devidos efeitos declaro que o texto que é apresentado de seguida é da minha exclusiva autoria e que toda a utilização de contribuições e textos alheios estão devidamente referenciados nos termos do art.º 20.º-A do Regulamento do 2.º Ciclo e art.º 8.º do Regulamento do 3.º Ciclo.

B. Modo de citar

A primeira citação bibliográfica é completa. Nas citações seguintes indica-se apenas o autor e o título, seguido de *cit.*.

C. Agradecimentos

À minha mãe por todo o apoio incansável ao longo de todo o meu percurso escolar e académico, e por acima de tudo ter estado sempre comigo nos piores momentos e nunca me ter deixado desistir.

Ao meu pai.

À minha avó Etelvina e ao meu tio e padrinho Rui.

À minha avó Guiomar que, estando longe, sempre se manteve presente.

À Filomena, à Lena, ao João e à Tia Amélia.

Ao ‘Zé Carlos.

À minha Licas.

Ao David.

Aos meus amigos por todo o apoio dado durante a construção desta dissertação e ao longo da minha vida pessoal.

À Dra. Marta Silva e à Dra. Carla Rodrigues da Mãe por todo o apoio e disponibilidade na fase final da preparação desta dissertação.

À Prof.^a Doutora. Joana Farrajota pelo incansável apoio e orientação desta dissertação.

À Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

D. Lista de abreviaturas

- Al. - alínea
- Art.º - artigo
- CC – Código Civil aprovado pelo DL n.º 47344/66, de 25/11, com a última alteração dada pela Lei n.º 64/2018, de 29/10
- CCAF – *Cambridge Centre for Alternative Finance*
- CdMVM – Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários
- CF – *cash flow*
- CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
- CSC – Código das Sociedades Comerciais aprovado pelo DL n.º 262/86, de 02/09 com a última alteração dada pela Retificação n.º 21/2017, de 25/08
- CVM – Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13/11 com a última alteração dada pela Lei n.º 35/2018, de 20/07
- DL – Decreto-Lei
- DMIF II – Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros
- ESMA – *European Securities and Markets Authority*
- EUA – Estados Unidos da América
- FCA – *United Kingdom Financial Conduct Authority*
- FGD – Fundo de Garantia de Depósitos
- IFIFC – Documento com as informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo
- IOSCO - *International Organization of Securities Commissions*
- IVA – Imposto de Valor Acrescentado
- KASG – *Kleinnlegerchutzgesetz* (lei alemã que visa a proteção dos investidores não qualificados e dos pequenos investidores)
- OFC – Oferta de Financiamento Colaborativo
- P – Portaria
- P2P – *peer to peer*
- PFC – Plataforma de Financiamento Colaborativo
- PME – Pequena e média empresa
- Regulamento – Regulamento da CMVM n.º 1/2016

- RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo aprovado pela Lei n.º 102/2015, de 24/08
- RSFC – Regime Sancionatório do Financiamento Colaborativo, aprovado pela Lei n.º 3/2018, de 09/02
- RU – Reino Unido
- SEC – *United States Securities and Exchange Commission*
- SII – Sistema de Indemnização aos Investidores
- UE – União Europeia

E. Sumário

A presente dissertação centra-se na análise das vantagens que o financiamento colaborativo por empréstimo oferece a investidores e entidades à procura de financiamento. Pretende-se identificar as situações em que se mostra mais vantajoso para investidores e empreendedores recorrerem a este financiamento. Para tal estudaremos o conceito de financiamento colaborativo, bem como as várias modalidades em que se apresenta, focando-nos essencialmente nos elementos do financiamento colaborativo por empréstimo. Estudaremos o regime jurídico que lhe subjaz em Portugal, o papel das entidades gestoras das plataformas e o modo como são implementadas as campanhas de financiamento no nosso país. A final, por forma a dar resposta à questão colocada nesta dissertação, analisaremos algumas opções de financiamento e de investimento tradicionais e compará-las-emos com as condições oferecidas pelo financiamento colaborativo por empréstimo.

F. Resume

The present dissertation focuses on the analysis of the advantages that loan-based crowdfunding provides to investors and entrepreneurs who need a loan. We aim to identify the circumstances where's more favourable to investors and entrepreneurs to invest and finance through loan-based crowdfunding. To accomplish this task, we will study the concept of crowdfunding and its ways, specially the elements of loan-based crowdfunding and its portuguese legal framework. We will also try to figure out how to implement a crowdfunding campaign and which is the role of the managing body of the platform. To conclude, in order to answer the main question, we will analyse some of the traditional options of investment and external financing and compare its results with the conditions given by loan-based crowdfunding platforms.

I. Introdução

Consequência da recente crise, da rápida evolução dos mercados financeiros e de todo o progresso tecnológico associado aos mercados financeiros, aparece o fenómeno do *fintech*.

O *fintech* traduz-se na junção da área financeira à tecnologia, permitindo aos potenciais investidores e a empreendedores realizarem o seu investimento ou pedirem financiamento, respetivamente, através da *internet*. Dirigido principalmente a uma nova geração de investidores e empresas, o fenómeno trouxe consigo novos modelos de negócio¹ que concorrem com as tradicionais formas de financiamento e investimento, como, por exemplo, os empréstimos bancários ou a subscrição de obrigações.

No desenvolver da sua atividade, uma empresa tem necessidade de recorrer a financiamento. Para fazer face às suas necessidades financeiras pode financiar-se através de meios internos, tais como, contribuições dos sócios ou lucros acumulados ou, pode financiar-se por meios externos. O financiamento externo assume diversas formas, sendo mais comum o recurso a empréstimos bancários, empréstimos junto de amigos e família ou o investimento de *business angels*² e *venture capitalists*³. A par destas opções de financiamento, o *crowdfunding* apresenta-se como uma opção alternativa de financiamento face aos meios expostos⁴.

A par da necessidade de financiamento, do outro lado do sistema financeiro encontramos os investidores⁵. Estes encontram disponíveis no mercado várias soluções para aplicarem os seus fundos. Podem optar por adquirir ações, subscrever obrigações, investir em papel comercial, futuros, *commodities*⁶, etc. Todas estas opções de investimento comportam riscos e, consoante o perfil de risco do investidor, uns serão

¹ De entre os vários modelos que surgiram podemos destacar o *crowdfunding* e o *robô advice*.

² Investidores informais em capital de risco para PME.

³ Investimento alternativo utilizado para apoiar negócios através da compra de uma participação social de uma empresa, geralmente minoritária, com objetivo de valorizar as ações da entidade para depois sair da operação.

⁴ Gabison, Garry A., *Understanding Crowdfunding and its Regulations*, European Comission, Joint Research Centre Institute for Prospective Technological Studies, 2015, 8, acessível em <http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC92482>, consultado a 15/09/2018.

⁵ Abreu, Margarida; Afonso, António; Escária, Vítor; Ferreira, Cândida, *Economia monetária e Financeira*, 2ª ed., Escolar Editora, 2012, 6-7

⁶ São mercadorias em estado bruto ou de simples industrialização, que são negociadas em escala mundial no mercado financeiro. Permitem a negociação de produtos com qualidades e características uniformes, que não se distinguem de acordo com o seu produtor ou origem, sendo seu preço determinado pela oferta e procura no mercado.

mais adequados do que outros consoante o nível de risco que lhes é inerente. A par do investimento em valores mobiliários e em capital de risco, os investidores encontram a opção de investimento em projetos publicitados em plataformas de *crowdfunding*. O investimento através destas plataformas comporta igualmente um risco que, em muitos casos, se mostra idêntico ao risco assumido numa subscrição de obrigações na medida em que o risco de crédito subjacente é semelhante. No que concerne ao risco de crédito, aferimos essa semelhança através das taxas de juro associadas que se mostram idênticas, ainda que possam ser superiores às proporcionadas pela subscrição de obrigações.

O *crowdfunding* é fruto do progresso tecnológico, tendo o seu aparecimento sido permitido com a aplicação da tecnologia *Web 2.0*⁷ aos mercados financeiros. Esta tecnologia possibilitou que várias entidades que necessitavam de financiamento pudessem divulgar, de forma pública, o seu interesse em serem financiadas, mediante o uso de plataformas eletrónicas⁸. Esta nova modalidade de investimento e financiamento deu os primeiros passos através do fomento de vários projetos artísticos e de beneficência social, desenvolvendo-se de forma mais “ativa” a partir de 2010⁹, o que leva a que seja visto como um derivado do *crowdsourcing*^{10;11}. Desde logo teve um grande sucesso junto do público, nomeadamente junto de pequenos investidores e pequenos empreendedores, quando estes se aperceberam que este novo método de financiamento e investimento lhes permitia o acesso a mercados muito maiores e mais amplos do que aqueles onde, à partida, lhes seria permitido entrar.

A modalidade analisada nesta dissertação – financiamento colaborativo por empréstimo – mostra-se muito vantajosa para as entidades que necessitem de

⁷ Termo utilizado para descrever um conjunto de tecnologias, atitudes e conceitos, tendo sido criado por Tim O'Reilly. Pretende dar um nome à mudança do conceito de *internet* que começou por ser vista como uma plataforma onde era possível interagir. A *Web 2.0* é a segunda geração de serviços *online* caracterizada por enfatizar a publicação, partilha e organização de informação, para além da criação de novos espaços de interação entre os participantes. Vide Patrício, Maria Raquel Vaz; Gonçalves, Vitor Manuel Barrigão; Carrapatoso, Eurico Manuel Elias Morais, *Tecnologias Web 2.0: Recursos Pedagógicos na Formação Inicial de Professores in Carvalho, Ana Amélia A. (Org.) (2008). Actas do Encontro sobre Web 2.0. Braga: CIED.*, disponível em <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/2047/1/F004.pdf>, consultado a 02/09/2019.

⁸ Costa, Vasco, *A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou Crowdfunding – em especial, o caso português*, 59, CdMVM, Abril 2018, 8-36, 12 acessível em http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo1_Cadernos%20MVM%2059.pdf, consultado a 15/09/2018

⁹ Catarino, *Crowdfunding* cit., 6

¹⁰ Traduz-se num fenómeno em que se recorre à *crowd* a fim de se obter ideias e soluções para que a partir daí se possa desenvolver um determinado projeto ou atividade.

¹¹ Belleflamme, Paul; Lambert, Thomas; Schwienbacher, Armin, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, 7-8, acessível em <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>, consultado a 16/09/2018

financiamento. Contudo, pese embora ofereça vantagens aos seus investidores, comporta alguns riscos na sua utilização.

O financiamento colaborativo por empréstimo foi regulado recentemente em Portugal pela Lei n.º 102/2015, de 24/08 que aprovou o RJFC, sendo a sua regulamentação complementada pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2016 que regula as modalidades financeiras do *crowdfunding*. Por forma a dar força de aplicação a este Regulamento, foi aprovada a Lei n.º 3/2018, de 3/02 que estabelece o RSFC. Pese embora já encontre uma regulamentação sólida na ordem jurídica portuguesa, é um regime recente que ainda necessita de alguns ajustamentos dado que a atividade de financiamento colaborativo está em constante crescimento.

Esta dissertação discute a solução dada pelo legislador português à evolução do financiamento colaborativo, procurando colocar em evidência as vantagens proporcionadas aos investidores e empreendedores que decidam recorrer a este novo método. A fim de conseguirmos uma análise concisa do regime daremos início à discussão através de uma análise da definição de financiamento colaborativo constante do artigo 2º do RJFC. Prosseguiremos com uma análise das várias modalidades de financiamento colaborativo, abordando tanto o cenário nacional como internacional, e com a análise dos vários agentes que intervêm na relação estabelecida no financiamento colaborativo. Para podermos avaliar as vantagens e riscos que esta atividade comporta, analisaremos o regime português de financiamento colaborativo por empréstimo, focando essencialmente os deveres impostos às entidades gestoras, limites ao investimento e a supervisão exercida pela CMVM. Dentro deste ponto discutiremos uma questão que se se mostra premente, a tutela dos investidores em financiamento colaborativo por empréstimo e, proporemos uma classificação do contrato subjacente ao acordo de utilização celebrado com a plataforma. A dissertação encerra com uma comparação entre as várias opções de investimento e financiamento ditas tradicionais e as condições oferecidas pelas plataformas.

Concluiremos o nosso estudo pela necessidade de concretização do tipo de contrato estabelecido com a entidade gestora da plataforma e de serem repensados os meios de tutela do investidor a fim de tornar o financiamento colaborativo por empréstimo um meio de investimento mais seguro para o seu público alvo – os pequenos investidores. Notamos igualmente a falta de esclarecimento no momento do investimento, propondo uma solução para o aconselhamento prévio ao investimento, pese embora a disponibilização

da IFIFC seja obrigatória. Por último constatamos que o financiamento colaborativo por empréstimo se mostra mais vantajoso para os empreendedores que necessitem de fundos na medida em que os custos associados à contratação do financiamento são muito inferiores aos custos de contratação do crédito bancário. Na perspetiva do investidor pudemos verificar que, apesar dos riscos em que incorre e da falta de tutela de que dispõe, o investimento, sobretudo para pessoas com poucos fundos para investir, mas que os pretendem rentabilizar, mostrar-se mais vantajoso face à subscrição de obrigações por não implicar o pagamento de comissões e os montantes mínimos associados serem muito inferiores. É uma opção mais barata que permite o reembolso do capital ao longo dos meses.

II. O fenómeno do *crowdfunding*

1. O conceito de *crowdfunding*

Autores como GABISON¹², DELIVORIAS¹³, CATARINO¹⁴, BELEZAS¹⁵, tal como a ESMA¹⁶ e a Comissão Europeia¹⁷ propõem várias definições de *crowdfunding*. Existem algumas diferenças entre elas, contudo é ponto assente entre todos a assunção desta figura ter na sua génese o *crowdsourcing*¹⁸.

Um dos melhores exemplos deste fenómeno é a *Wikipedia*, uma enciclopédia *online* que se constrói com base em contribuições de várias pessoas ligadas em rede. Isto é o *crowdsourcing*. A *Wikipedia* constrói-se com base em atos praticados por vários voluntários que desenvolvem uma atividade externalizando-a a um dado conjunto de pessoas que se encontram ligadas em rede sob a forma de convite público. Permite descentralizar a produção, tendo na base as relações sociais em detrimento das relações

¹² Gabison, *Understanding* cit., 10-11

¹³ Delivoras, Angelos, *Crowdfunding in Europe – Introduction and state of play*, European Parliament Research Service, 2, acessível em: [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI\(2017\)595882](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2017)595882) consultado a 20/09/2018

¹⁴ Catarino, *Crowdfunding* cit., 10-11

¹⁵ Belezas, Fernando, *Crowdfunding: regime jurídico do financiamento colaborativo*, Almedina 2017, 24

¹⁶ ESMA, *Opinion: Investment Based Crowdfunding* (ESMA/2014/1378), ponto 14, acessível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf consultado a 20/09/2018

¹⁷ Comissão Europeia, Ponto, COM(2014) 172 final

¹⁸ Catarino, *Crowdfunding* cit., 10

hierárquicas¹⁹. Em suma, é um fenómeno em que se recorre ao público a fim de obter ideias e soluções para o desenvolvimento de determinado projeto ou actividade²⁰.

Considerando as várias definições propostas, encontramos elementos essenciais que permitem a definição de uma atividade como *crowdfunding*. Desde logo, todos assumem tratar-se de uma forma de financiamento alternativo onde quem pretende obter financiamento (promotor) recorre a um grande número de pessoas (*crowd*), publicitando a oferta (*pitch*) numa plataforma electrónica na *internet*, onde se encontra a *crowd*. O recurso à *internet* como meio de divulgação da proposta é apontado como caracterizador da atividade por várias entidades responsáveis pela regulamentação da mesma. Assim, a FCA entende que o *crowdfunding* só é possível ser realizado através das tais plataformas disponíveis *online*²¹. Igualmente a SEC²² e a CE²³ entendem também que o financiamento alternativo implica a recolha de capital por meio de uma plataforma “sediada” na *internet*.

Caraterizado pelo financiamento de um dado projeto através de várias contribuições pela *crowd* e, sendo essas contribuições angariadas por meio de uma plataforma electrónica, concluímos tratar-se de uma forma de microfinanciamento²⁴, por permitir à população em geral um acesso mais amplo e facilitado ao mercado financeiro.

Tendo o *crowdfunding* sido definido por vários autores, à semelhança de outros legisladores e da Comissão Europeia, o legislador português propôs no RJFC uma definição de financiamento colaborativo. Muito embora a definição dada seja clara, contudo de algumas imprecisões que iremos analisar no próximo ponto.

¹⁹ Santos, João Vieira dos, *Regime jurídico do crowdfunding (financiamento colaborativo)*, 3, Revista de Direito das Sociedades, Ano IX (2017), Diretor: António Menezes Cordeiro, Almedina, 643-676, 648

²⁰ Catarino, *Crowdfunding* cit., 11; Santos, *Regime* cit., 648

²¹ FCA, *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, Fev. 2015, 1, acessível em <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf> consultado a 22/09/2018

²² SEC, *Crowdfunding: proposed rules*, 2013, 6, acessível em <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf> consultado a 22/09/2018

²³ Comissão Europeia, COM(2014) 172 final, 3

²⁴ Gabison, *Understanding* cit., 11; proporciona o acesso a serviços financeiros a entidades com poucos recursos para fazer face a um financiamento maior. Permite alargar o mercado financeiro a um segmento mais amplo da população.

1.1. A imprecisão da definição do RJFC

O legislador português, designa o *crowdfunding* como uma forma de financiamento colaborativo; tal extrai-se do RJFC.

Nos termos do art.º 2º, o financiamento colaborativo define-se como “o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.”

Atentando nesta definição, não podemos deixar de reparar que padece de algumas imprecisões, tal como é referido por SANTOS²⁵.

Na parte final do artigo, o legislador recorre ao termo *investidores*. Como veremos de seguida²⁶, existe uma divisão fundamental entre *crowdfunding* financeiro e não financeiro, daí que nos pareça pouco coerente tratar toda a *crowd* que aceita as ofertas como investidores. Se alocarem os seus fundos a *crowdfunding* não financeiro poderão nem ter retorno, estando apenas a doar um determinado montante a uma causa que consideram ser meritória da sua contribuição. Atento este ponto, SANTOS defende que o legislador deveria ter recorrido à expressão *financiadores* por forma a conseguir abranger todos os que financiam os mais variados projetos. Concordamos com o uso de uma expressão diferente, na medida em que no nosso ordenamento se regula tanto a modalidade financeira como a não financeira.

Outra crítica que a definição merece e é apontada pelo autor, é a utilização da expressão *investidores individuais* pois tal levaria a uma exclusão dos investidores qualificados²⁷ ou dos investidores institucionais²⁸. Seguindo a linha de pensamento de BELEZAS²⁹, também não cremos que a exclusão aconteça. O art.º 20º/3 RJFC ressalva que a CMVM fixa os limites ao investimento em financiamento colaborativo consoante o perfil e os rendimentos dos investidores. Para concretizar esta disposição, o art.º 12º do Regulamento estabelece os limites ao investimento em financiamento colaborativo, fazendo a este propósito uma evidente distinção entre os investidores “comuns” e outros

²⁵ Santos, Regime cit., 665

²⁶ Vide ponto 2.2.

²⁷ O art.º 30º CVM enumera quem pode obter esta classificação.

²⁸ São as instituições financeiras ou estatais que investem no mercado de capitais.

²⁹ Belezas, *Crowdfunding* cit., 55

investidores como as pessoas coletivas, pessoas com rendimentos superiores a €70.000 e investidores qualificados – art.º 12º/2 Regulamento. Considerando estes dois artigos, o BELEZAS entende que apenas estarão excluídos do elenco os organismos de investimento coletivos o que nos leva a concordar com a sua posição dado que os outros dois estão abrangidos, ainda que não diretamente, pelos artigos referidos.

Por último, SANTOS critica o facto de se recorrer à expressão *um ou vários investidores*. Se seguirmos uma interpretação literal da expressão diremos que se qualificará como *crowdfunding* um negócio celebrado entre uma entidade beneficiária e um único investidor através de um meio eletrónico. Esta não é uma interpretação correta pois esta realidade não corresponde ao modelo em questão. Como já foi mencionado³⁰, o financiamento colaborativo caracteriza-se por ser um modelo de financiamento dirigido a um público em geral. Achamos preferível que se tivesse recorrido à expressão *grupo de investidores individuais* pois estaríamos a identificar melhor a *crowd*, isto é, o grupo de pessoas que estão inscritas nas plataformas de financiamento colaborativo.

À parte das imprecisões apontadas, entendemos ser precoce o legislador ter apontado uma definição tão circunscrita/limitativa de financiamento colaborativo. Estamos perante uma realidade nova que ainda não foi objeto de grande estudo por parte da doutrina. Pese embora tenha começado a dar os primeiros passos em 2010³¹, comparativamente com outras realidades de financiamento é extremamente recente, estando em constante mutação e evolução. Seria preferível o legislador ter apontado uma definição mais abrangente, à semelhança de outros ordenamentos. Nos EUA, a definição de *crowdfunding* é referente a uma multiplicidade de formas de financiamento mediante a oferta de valores mobiliários através de plataformas sediadas na *internet*³²; na Alemanha faz-se referência ao *crowdfunding* como o método de financiamento que é realizado através de plataformas eletrónicas sitas na *internet*³³. Nesta linha, o legislador português poderia ter adoptado uma definição mais abrangente, mencionando o objetivo último da angariação de fundos para um projeto ou investimento. É através das plataformas que os potenciais financiadores (*backers*) tomam conhecimento da oferta e, querendo, aceitam-

³⁰ Vide ponto 2.1.

³¹ Catarino, *Crowdfunding* cit., 6

³² Belezas, *Crowdfunding* cit., 29

³³ *Ibid.*, 36-37

na, participando no financiamento mediante o envio de fundos aos promotores do projecto (*project owners*)³⁴.

Analizada a definição de *crowdfunding* e feitas as críticas à definição portuguesa, cabe-nos fazer uma breve análise das modalidades de *crowdfunding*.

2. Modalidades de *crowdfunding*

O *crowdfunding* apresenta-se como uma realidade ampla dentro da qual é possível fazer algumas divisões. De um modo geral, percebe-se que as ordens jurídicas identificam as mesmas modalidades de financiamento colaborativo, operando uma distinção entre financeiro e não financeiro. A partir desta divisão extraem-se quatro modalidades, a saber:

- Financiamento colaborativo através de donativo;
- Financiamento colaborativo através de recompensa;
- Financiamento colaborativo por empréstimo;
- Financiamento colaborativo de capital.

Apesar de existir coerência nesta divisão, algumas ordens diferem na forma como subdividem estas quatro modalidades pelo que analisaremos a forma como a sociedade internacional, nomeadamente o RU, subdivide estas modalidades. Passaremos depois à análise da distinção operada pelo RJFC onde veremos alguns exemplos práticos dessas mesmas modalidades.

2.1. Modalidades no Direito estrangeiro – o caso do RU

No RU, como nas demais ordens jurídicas, começa-se por estabelecer uma divisão fundamental baseada na existência ou inexistência de retorno financeiro para o financiador³⁵ - *crowdfunding* não financeiro ou *community crowdfunding* e *crowdfunding* financeiro ou *financial return crowdfunding*³⁶.

O *crowdfunding* não financeiro tem associadas duas modalidades. A saber:

³⁴ CE, COM (2014) 172, ponto 3.2

³⁵ Catarino, *Crowdfunding* cit., 13

³⁶ Kirby, Elanor, Worner, Shane, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 2014, 8-9, acessível em <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>, consultado a 30/09/2018

- Financiamento colaborativo através de donativo (*donation-based crowdfunding*) relativo à atribuição de fundos a projetos de cariz sociocultural sem qualquer tipo de retorno; e,
- Financiamento colaborativo através de recompensa (*reward-based crowdfunding*) em que as contribuições envolvem uma contrapartida ainda que de valor simbólico³⁷.

Relativamente ao *crowdfunding* financeiro seguiremos, nesta perspetiva internacional, a dicotomia utilizada no RU estabelecida pela FCA – *crowdfunding* por empréstimo (*peer-to-peer lending*) e *crowdfunding* de investimento (*investment based crowdfunding*)³⁸ que, por sua vez se subdividem noutros tipos de financiamento colaborativo.

O *crowdfunding* por empréstimo subdivide-se em:

- *Peer-to-peer consumer lending* relativo à concessão de empréstimos a pessoas singulares para efeitos de consumo; e,
- *Peer-to-peer business lending* relativo à concessão de empréstimos a empresas para fazerem face às suas despesas correntes, iniciarem um projeto ou iniciarem atividade.

No *peer-to-peer business lending* começa a ser significativo o *invoice trading*³⁹, possibilitando a aquisição de faturas de empresas com desconto sobre o valor dessa fatura.

O *crowdfunding* de investimento antes se relaciona com a subscrição ou aquisição de valores mobiliários, subdividindo-se em:

³⁷ Costa, A Regulação cit., 8

³⁸ De acordo com o *Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument*, 2014, permitindo assim a criação de regras distintas para cada uma das modalidades.

³⁹ Meio alternativo de financiamento distinto do *factoring*. O *factoring*, enquanto meio tradicional de financiamento, consubstancia-se numa transação financeira que ocorre entre uma sociedade de *factoring* (*factor*) e uma empresa (aderente) que pretende vender as suas faturas antes de expirar o seu termo para pagamento, por forma a financiar a sua atividade. É uma transação realizada junto de uma entidade física que, diretamente, envolve dois sujeitos. Por outro lado, o *invoice trading*, apesar de semelhante por ter o foco na compra e venda de faturas, difere do *factoring* no modo como todo o processo se desenrola. Desde logo, no lugar da sociedade de *factoring* estão vários investidores que, através de uma plataforma de financiamento de faturas (*invoice financing platform*) que intermedeia o processo, compram em leilão por ela organizado, as faturas que a empresa aderente tem para vender. Vide Dziuba, Dariusz T., *Crowdfunding platforms in invoice trading as alternative financial markets in Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych* (Escola Económica de Varsóvia), 49, 2018, 455-464, consultado em 2/05/2019 em <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171531094>

- *Crowdfunding* de capital (*equity-based crowdfunding*) relativo ao investimento em valores mobiliários representativos de capital de sociedades, nomeadamente de *start-ups* que necessitam de financiamento inicial e em;
- *Crowdfunding* de dívida (*debt-based crowdfunding*) relativo ao financiamento realizado com recurso ao investimento em valores mobiliários representativos de dívida, nomeadamente obrigações e papel comercial⁴⁰.

Feita a análise das modalidades em uso no RU, cabe-nos fazer uma breve análise das modalidades previstas na lei portuguesa, nomeadamente, no RJFC.

2.2. Modalidades na lei portuguesa

Cabe analisar a realidade portuguesa.

O legislador definiu as modalidades de financiamento colaborativo no art.º 3º do RJFC, recorrendo a um esquema de divisão utilizado noutros ordenamentos e por vários autores⁴¹.

Passemos a analisar individualmente as modalidades mencionadas no art.º 3º.

A primeira modalidade, e a mais antiga, consta da al. a). Refere-se ao que o legislador entende ser o financiamento colaborativo através de donativo. Define-o como o modo de financiamento colaborativo em que o beneficiário recebe um donativo por parte do financiador, podendo ou não existir uma contrapartida monetária. No entender de BUYSERE *et. alli*, trata-se de um contrato de doação sem a existência de qualquer remuneração⁴². Integra as modalidades de financiamento colaborativo não financeiro que, pela sua estrutura de cariz social e altruísta, é geralmente liderado por organizações não-governamentais. Esta modalidade funciona como uma tradicional angariação de fundos, contudo distingue-se por as plataformas eletrónicas, que permitem o encontro entre as partes, visarem o lucro⁴³. No RJFC abre-se a possibilidade à existência de contrapartida

⁴⁰ Costa, A Regulação cit., 9

⁴¹ A título de exemplo, Delivoras sugere o mesmo esquema de divisão das modalidades. *Vide* Delivoras, *Crowdfunding* cit., 2

⁴² Buysere, Kristof De; Gadj, Oliver; Kleverlaan, Ronald; Marn, Dan, *A Framework For European Crowdfunding*, 2012, 10, acessível em http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf, consultado a 26/09/2018

⁴³ Santos, Regime cit., 660

não monetária. Entendemos que tal não deveria ter sido permitido pois pode chocar com a definição operada pela al. b) do mesmo artigo. Porém, apesar da possibilidade de existir contrapartida não monetária, entendemos que para distinguir esta modalidade é crucial o teor altruísta do donativo. Uma das plataformas portuguesas que se dedica a este tipo de financiamento é a plataforma Novo Banco *Crowdfunding*⁴⁴ e, a nível internacional temos a plataforma *Betterplace*⁴⁵ sediada na Alemanha. De entre várias campanhas realizadas com este tipo de financiamento, destacamos a campanha de angariação de fundos para ampliação da rede de cacifos solidários⁴⁶ espalhados por Lisboa. Divulgada na plataforma *PPL Portugal Crowdfunding* visava a angariação de €5000 para a construção de mais cacifos, tendo sido totalmente financiada. Associadas à oferta existiam recompensas simbólicas como, por exemplo, colocar o nome dos apoiantes na página de *Facebook* do projeto ou, para donativos maiores, os apoiantes teriam o seu nome colocado num painel na lateral dos cacifos. No entanto, a motivação associada ao financiamento do projeto tem um teor puramente altruísta pois visa permitir a pessoas sem-abrigo o acesso a um local seguro para guardarem os seus pertences⁴⁷.

A segunda modalidade consta da al. b). Referente ao financiamento colaborativo com recompensa engloba as situações em que o beneficiário fica obrigado a uma prestação perante o financiador, como contrapartida pelo financiamento feito por este último. É uma modalidade não financeira onde se estabelece um contrato de compra e venda ou prestação de serviços para um determinado tipo de produto⁴⁸ que ainda não chegou ao mercado. O financiador considera um produto/serviço interessante e contribui com determinada quantia para que o promotor possa levar a cabo a produção do tal bem/serviço. Como contrapartida, e em caso de sucesso, recompensa o financiador com o bem/serviço por ele financiado. É um método que simultaneamente serve como teste de mercado junto do público relativamente à aceitação futura de um bem/serviço,

⁴⁴ No caso concreto desta plataforma não são cobradas comissões pela utilização da mesma e, em caso de sucesso do projeto, o Novo Banco ainda proporciona um co-financiamento de 10% do valor do projeto. Vide <https://novobancocrowdfunding.pt/faq#t3n31380>. Esta plataforma está sediada na plataforma portuguesa PPL Crowdfunding Portugal – vide https://www.novobanco.pt/site/cms.aspx?labelid=novobancocrowdfunding_pt, consultada a 26/09/2018

⁴⁵ A distinguir da tradicional angariação de fundos, podemos verificar que a *Betterplace* cobra uma comissão de utilização de 2,5% face ao montante que for angariado para o projeto – vide <https://www.betterplace.org/c/help/when-do-costs-arise>, consultada a 27/09/2018

⁴⁶ Os cacifos destinam-se ao uso por pessoas sem-abrigo, onde estas podem guardar de forma segura os seus pertences. É-lhes atribuída a chave de um cacifo, ficando a pessoa responsável pelo mesmo e pela guarda da chave.

⁴⁷ Vide <https://ppl.pt/ies-sbs/cacifos-solidarios>, consultada a 14/05/2019

⁴⁸ Buysere, Kristof *et. alli*, *A Framework* cit., 10

funcionando como um serviço de pré-venda⁴⁹. Em Portugal, a plataforma *PPL Portugal Crowdfunding* é especializada nesta modalidade de financiamento⁵⁰ e, a nível internacional, temos a plataforma *Kickstarter*⁵¹ sediada nos EUA. Um exemplo conhecido do recurso a este financiamento é a campanha publicitada na *PPL* pelos *Blasted Mechanism* em 2014 afim de angariarem fundos para a produção do seu álbum, dos novos fatos e de material cénico para os concertos. Esta foi uma das primeiras campanhas de financiamento colaborativo a ocorrer em Portugal, pretendendo angariar €8.000. A oferta foi totalmente subscrita, tendo associado um sistema de recompensas não monetárias que, consoante o valor da contribuição, poderia ir desde um álbum para descarga *online*, um álbum em formato físico, ou mesmo a presença na festa de lançamento do novo trabalho. Neste caso concreto, quem subscreveu a oferta, embora tivesse o intuito de ajudar a banda a produzir um novo trabalho, tinha inerente a vontade de receber como recompensa o novo trabalho para o qual contribuiu⁵².

A terceira modalidade consta da al. c), referindo-se ao financiamento colaborativo de capital. Trata-se, nos termos da disposição, de uma modalidade onde o promotor remunera o financiador com uma participação no capital social da empresa financiada, com distribuição de dividendos ou mediante a partilha de lucros. É uma modalidade de financiamento colaborativo financeiro onde os financiadores têm em vista a obtenção de lucro com o investimento, para além de um possível interesse na própria atividade da empresa ou, numa futura venda de participações⁵³. Esta modalidade pode envolver a criação pela plataforma de um Fundo de Titularização de Créditos (*Special Purpose Vehicle*) ou de um Fundo de Investimento Coletivo, implicando a atuação de um terceiro interveniente. Este terceiro interveniente irá emitir os ativos que posteriormente serão adquiridos pelo investidor, por forma a que tenha uma menor exposição ao risco inerente à empresa em que investe⁵⁴. Esta situação implica a transação de valores mobiliários pelo que terá que estar envolvido um intermediário financeiro no momento em que as ordens

⁴⁹ Catarino, *Crowdfunding* cit., 14

⁵⁰ À semelhança de outras plataformas, a PPL retém uma comissão de 5% da totalidade do montante que for angariado dentro do prazo estabelecido e, uma comissão de 2,5% referente aos serviços de pagamentos, sendo estes valores acrescidos de IVA. Vide <https://ppl.pt/como-funciona>, consultado a 30/09/2018

⁵¹ Na linha de outras plataformas, a *Kickstarter* cobra igualmente uma comissão de 5% sobre o valor que seja angariado na totalidade pelo projeto no tempo definido. Vide <https://www.kickstarter.com/terms-of-use?ref=global-footer>, consultado a 30/09/2018

⁵² Vide <https://ppl.pt/prj/blasted-mechanism>, consultada a 14/05/2019

⁵³ Catarino, *Crowdfunding* cit., 15

⁵⁴ ESMA, *Opinion* cit., ponto 15

serão recebidas e transmitidas⁵⁵, ma vez que a lei portuguesa não permite que a plataforma desempenhe este papel. Apenas poderá assumir esta tarefa se estiver autorizada nos termos do art.º 293º CVM; caso contrário, apenas poderá funcionar como espaço de interação entre promotor e investidor. Em Portugal ainda não têm expressão plataformas dedicadas a esta modalidade, porém, no RU temos a *Seedrs*⁵⁶ que é uma plataforma dedicada exclusivamente ao financiamento colaborativo de capital. Uma das campanhas com recurso a este financiamento foi a publicitação de uma oferta da empresa que gere a aplicação *Transfer Go*⁵⁷ na plataforma *Seedrs*. O promotor procurava obter financiamento para continuar o desenvolvimento da aplicação, por forma a tornar as transferências de dinheiro mais baratas, rápidas e eficientes. A campanha foi totalmente financiada pelos investidores que recebiam ações ordinárias daquela empresa⁵⁸.

Por último, na al. d) o legislador define o financiamento colaborativo por empréstimo, entendendo que se trata de uma modalidade onde o promotor remunera o financiamento através do pagamento de um juro fixado no momento da angariação. Neste financiamento, a lei permite que ocorram duas situações distintas. Por um lado, podemos estar perante a celebração de um contrato de mútuo oneroso nos termos do art.º 1145º/1 CC, estando sujeito a forma se versar sobre valores superiores a €2500 como indica o art.º 1143º CC. Por outro lado, podemos estar perante a subscrição de um valor mobiliário representativo de dívida, *máxime*, obrigações que, por serem classificadas como valor mobiliário nos termos do art.º 1º/1 al. b) CVM, a receção e transmissão de ordens a seu respeito tem de envolver a presença de um intermediário financeiro. Dado que este tipo de financiamento origina duas situações distintas, também as plataformas podem operar de modo diferente. Podem atuar como intermediários caso recebam os fundos dos investidores e posteriormente devolvam o dinheiro aos promotores sobre determinadas condições, sendo que tal implica que as plataformas fiquem sujeitas ao cumprimento das normas de regulação e supervisão aplicáveis aos demais intermediário financeiros⁵⁹. Na situação mais comum a plataforma, atuam como elo de ligação entre as entidades que necessitam do financiamento e os potenciais investidores⁶⁰. Em Portugal as plataformas

⁵⁵ Santos, Regime cit., 662

⁵⁶ <https://www.seedrs.com/>

⁵⁷ É uma aplicação para telemóvel e *tablet* que permite a realização de transferências monetárias internacionais *online* – mais informação sobre a aplicação disponível em <https://www.transfergo.com/en/how-it-works/>

⁵⁸ Vide <https://www.seedrs.com/transfergo/sections/idea>, consultada em 21/05/2019

⁵⁹ Vide ponto 4.3. relativamente à questão de a plataforma atuar como intermediário financeiro.

⁶⁰ Santos, Regime cit., 663

especializadas nesta modalidade operam apenas segundo este método, valendo-se de uma instituição de pagamentos para realizar as transferências de dinheiro, sendo exemplo de especialização nesta modalidade as plataformas *Raize*⁶¹ e *Go Parity*⁶². O recurso a esta forma de financiamento já foi utilizado por várias empresas, sendo uma delas a Tuga Tours⁶³ pois pretendia adquirir um *tuk tuk* elétrico, tendo, para isso, recorrido à plataforma *Go Parity*. Pretendiam angariar €17.040 a serem pagos em 60 meses (5 anos) e, em contrapartida, remuneravam os investidores com uma taxa de juro fixa de 3,60% ao ano, tendo a oferta sido totalmente financiada⁶⁴.

Dadas as particularidades interessantes desta última modalidade, será esta modalidade que irá ser abordada como mais pormenor no desenvolver deste trabalho.

Por forma a melhor concretizar os termos em que as ofertas de financiamento são realizadas iremos analisar os vários modelos utilizados pelas plataformas.

3. Condições da oferta de financiamento

Independentemente da modalidade de financiamento escolhida pelo promotor, a entrega do dinheiro angariado está sujeita a um de três princípios seguidos pela plataforma – *all-or-nothing* (princípio tudo ou nada), *keep it all* (princípio guardar tudo) ou *first come-first served* (princípio primeiro a chegar-prioridade no investimento).

Quando a plataforma opera segundo o princípio *all-or-nothing*, impõe ao promotor que analise o projeto para o qual pretende receber financiamento e estabeleça o montante mínimo que pretende ver financiado. Estabelecido esse mínimo, a campanha inicia-se e no final do prazo da oferta, consequência deste princípio, o promotor só recebe o montante angariado se a oferta tiver sido totalmente financiada. Caso não a oferta não atinja o montante estabelecido, o promotor não recebe qualquer quantia, sendo o dinheiro angariado devolvido aos investidores do projeto⁶⁵. O promotor entende que o seu projeto

⁶¹ <https://www.raize.pt/>

⁶² <https://www.goparity.com/pt>

⁶³ Trata-se de empresa ligada ao turismo que promove passeios por diversos locais de Portugal – mais informação sobre a empresa em <https://www.tugatours.pt/quem-somos/>.

⁶⁴ Vide <https://goparity.com/pt/projeto-ficha/28>, consultada a 14/05/2019

⁶⁵ Metelka, Alban, *Crowdfunding – Startups' alternative funding source beyond banks, business angels and venture capitalists*, 2014, 28, acessível em <http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A831531&dswid=3788> consultado a 05/10/2018

ou necessidade de financiamento só poderá ter sucesso ou utilidade se conseguir realizar a quantia mínima pedida por inteiro. É um modelo com grande conexão ao financiamento colaborativo de capital pois está muito presente nos financiamentos concedidos para a formação e constituição de empresas de novas tecnologias⁶⁶. Este modelo é adotado por várias plataformas, de entre as quais destacamos a plataforma *Seedrs*⁶⁷ e, em Portugal, destacamos as plataformas PPL⁶⁸, Novo Banco *Crowdfunding*⁶⁹, *Raize*⁷⁰ e *Go Parity*⁷¹.

Caso a plataforma opere segundo o princípio *keep it all*, impõe igualmente aos promotores que estabeleçam um montante mínimo que pretendem ver angariado a fim de desenvolverem com sucesso o projeto para o qual requerem financiamento. Contudo, permite ao promotor ficar com o montante total que tenha sido angariado ao longo da campanha findo o prazo da oferta⁷², uma vez que é feita a recolha do montante, ainda que a oferta não tenha sido totalmente financiada. A adoção deste modelo geralmente está relacionada com situações de projetos com várias fases de implementação ou com situações em que o projeto tem viabilidade apenas com o montante angariado. Uma plataforma que segue este modelo é a *Greenrocket*⁷³.

Consoante a plataforma e a oferta em questão, pode existir a possibilidade de alteração destas cláusulas por iniciativa do promotor, podendo, durante o decurso do prazo da oferta alterar a cláusula *all-or-nothing* pela cláusula *all for all*⁷⁴. Segue este modelo a plataforma *Crowdfunder*⁷⁵.

Por último existe a cláusula *first come-first served* a impor que uma vez atingido o valor inicialmente fixado pelo promotor aquando do lançamento da oferta, seja impossível outros investidores alocarem os seus fundos ao projeto. Ao ser adotada esta cláusula, coloca-se em vantagem os investidores que têm uma maior disponibilidade de capital, podendo o próprio promotor ou investidores menores ficarem diminuídos face a

⁶⁶ Catarino, *Crowdfunding* cit., 17

⁶⁷ Vide <https://www.seedrs.com/learn/guides/reaching-your-target>, consultado a 05/10/2015

⁶⁸ Vide <https://ppl.pt/como-funciona>, consultado a 05/10/2018

⁶⁹ Vide <https://novobancocrowdfunding.pt/faq#t2n27354>, consultado a 05/10/2018

⁷⁰ Ponto 12. das Condições Gerais, disponíveis em <https://www.raize.pt/terms>, consultado a 05/10/2018

⁷¹ Ponto 9.4. das Condições Gerais disponíveis em https://www.goparity.com/themes/goparity-20/assets/documents/Condicoes_gerais_062018.pdf, consultado a 05/10/2018

⁷² Couffinal, Bénédicte, *The use of crowdfunding as an alternative way to finance small businesses in France*, 2014, 23, acessível em <https://esource.dbs.ie/handle/10788/1801>, consultado a 07/10/2018

⁷³ Vide <https://www.greenrocket.com/faq-unternehmen>, consultado a 05/10/2019

⁷⁴ Catarino, *Crowdfunding* cit., 17

⁷⁵ Vide <https://blog.crowdfunder.com/crowdfunding-faqs/how-to-get-startup-funding/#q12>, consultado a 05/10/2018

estes. No caso do promotor, a situação tem maior pertinência no caso do financiamento colaborativo de capital na medida em que se um investidor com maior disponibilidade financeira participar com um avultado montante, irá adquirir mais capital, inibindo a participação de mais acionistas. No caso dos investidores menores ficam numa situação diminuída na medida em que se existir quem tenha possibilidade de alocar mais fundos à oferta eles não conseguiram participar e, impedindo-os de rentabilizar os seus fundos. Para evitar esta situação, as plataformas tendem a fixar um limite máximo ao investimento por projeto.

Geralmente as plataformas tendem a seguir uma cláusula de subscrição directa e imediata que dita que a contratação deve ser feita de forma direta entre o promotor e o investidor através da plataforma que disponibiliza a oferta. Neste caso, já se encontra previamente fixado o preço e a quantidade que cada investidor pode adquirir⁷⁶.

Identificadas as modalidades de financiamento colaborativo e analisadas as condições das ofertas de financiamento, é importante compreender quais os passos a dar na implementação de uma campanha de financiamento colaborativo.

4. Implementação de uma campanha de financiamento colaborativo

É através da implementação das campanhas que os promotores vão apresentar os seus projetos aos potenciais financiadores. Assumem uma grande importância pois sem elas seria impossível estabelecer-se uma relação de financiamento. A campanha funciona um pouco como a base da relação de financiamento pois é através dela que o promotor expõe o seu projeto de forma a que o investidor o fique a conhecer.

As campanhas apresentam quatro etapas – (i) o desenvolvimento da campanha; (ii) a sua implementação e gestão; (iii) a recolha dos fundos junto dos investidores; e (iv) a retribuição dos objetivos prometidos pela campanha⁷⁷.

⁷⁶ Catarino, *Crowdfunding* cit., 17-18

⁷⁷ Brocado, *Snapshot* cit., 51

GABISON⁷⁸ refere no seu estudo que tudo se inicia com o planeamento da campanha e que esta estratégia se divide em duas partes – (i) parte inicial: será a parte estática e, (ii) parte posterior: será a parte dinâmica em que já se deu início à campanha. Não obstante a importância da parte dinâmica, é a primeira parte que tem um teor fundamental na implementação da campanha. É nesta fase que o promotor toma algumas decisões que podem determinar o futuro da mesma pois será neste momento que vai decidir por que modalidade optar, sendo a escolha feita consoante o tipo de remuneração que pretende oferecer aos investidores pelo seu financiamento. Consoante a modalidade escolhida, terá de decidir qual a plataforma onde vai submeter o projeto, atendendo à especialização e à popularidade da mesma. Juntamente com a escolha da modalidade, terá também de decidir o prazo da oferta e o valor que pretende angariar, bem como o plano remuneratório no caso de ter optado por uma modalidade financeira. Para além de todas estas decisões, tem de arquitetar uma forma de publicitar a sua campanha.

Quando um promotor avança com uma campanha, tem em vista o seu sucesso junto do público investidor e, consequentemente o sucesso do financiamento. Para que uma campanha tenha sucesso são fundamentais o montante pedido pelo promotor, a duração da oferta, a forma como é realizada a comunicação à *crowd* através da descrição do projeto que a financiar, o renome da entidade que requer o financiamento, entre outros⁷⁹.

Após esta breve análise da implementação das ofertas cabe descortinar quais os intervenientes numa relação de financiamento colaborativo, e qual o seu papel.

5. Intervenientes numa relação de financiamento colaborativo

Uma relação de financiamento colaborativo pressupõe a intervenção de alguns sujeitos que a tornam possível. Tem de existir alguém que procura financiamento que será o promotor do projeto; e, do outro lado, para que este financiamento seja possível, têm de existir os investidores que irão alocar os seus fundos ao projeto apresentado pelo promotor. Para que este encontro de vontades seja possível existe um outro interveniente que é a plataforma de financiamento. É a plataforma quem coloca em contato estes dois

⁷⁸ Gabison, *Understanding* cit., 13

⁷⁹ Brochado, *Snapshot* cit., 51

intervenientes; no entanto para que esteja ativa tem de ser detida por alguém que, neste caso é o seu titular.

De seguida iremos analisar em pormenor os intervenientes nesta relação. Começaremos por analisar quem são os promotores, seguidamente iremos analisar os investidores e, por último, as plataformas eletrónicas.

5.1. Promotores

Os promotores são pessoas singulares ou coletivas que necessitam de financiamento para poderem desenvolver o seu projeto que, atentas as várias modalidades já analisadas⁸⁰, pode ter uma natureza social e altruísta ou uma finalidade mais comercial e financeira⁸¹. Esta é a definição possível de extrair dos arts.º 6º e 7º do RJFC, uma vez que a parte inicial do art.º 6º/1 o legislador refere *beneficiário de financiamento*, ou seja, levamos a perceber que quem ocupa esta posição na relação de financiamento é a parte que necessita dos fundos e, no art.º 7º/1 refere quem pode recorrer às plataformas: *quaisquer pessoas singulares ou coletivas (...) interessadas na angariação de fundos para as suas actividades*.

Geralmente quem ocupa a posição de promotor são as PME, as empresas que se encontram prestes a iniciar atividade (*startups*), investigadores, entidades ligadas ao setor cultural e social, *etc.*⁸². Num estudo publicado pelo CCAF ficou a conhecer-se que em 2016 no RU cerca de 72% deste segmento de mercado de financiamento era ocupado por *startups* e PME⁸³⁸⁴.

5.2. Investidores

Os investidores representam a outra parte da relação. Compreendem o público a quem se dirige a oferta, são a *crowd*. Financiam os projetos apresentados pelos promotores, alocando os seus fundos aos que mais lhes façam sentido e despertem interesse quer

⁸⁰ Vide capítulo 2

⁸¹ Santos, Regime cit., 652

⁸² CE, Comunicação cit., 5

⁸³ CCAF, *Entrenching Innovation. The 4th Annual UK Alternative Finance Industry Report*, 2017, 18, acessível em <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/entrenching-innovation/#.XX4tTihKhPZ>, consultado a 20/10/2018.

⁸⁴ À data da realização da dissertação não foram feitos estudos relativos à adesão em Portugal ao financiamento colaborativo.

financeiro quer social. Consoante a modalidade de financiamento em causa, os financiadores podem aparecer como doadores caso estejam a financiar um projeto na modalidade de financiamento colaborativo por doação; podem aparecer como compradores de um bem/serviço caso estejam a financiar um projeto inserido em financiamento colaborativo com recompensa; podem aparecer como mutuantes caso estejam perante um financiamento colaborativo por empréstimo; ou, podem aparecer como acionistas de uma empresa que decidam financiar na modalidade de financiamento colaborativo de capital⁸⁵. Contrariamente ao que acontece com os promotores, o RJFC não oferece nenhuma definição nem indícios de uma para os investidores deste tipo de financiamento.

No estudo levado a cabo pelo CCAF⁸⁶ verifica-se que entre 2015 e 2016 o número de investidores a recorrer a estas plataformas para alocarem os seus fundos cresceu 131% passando de 1,09 milhões para 2,5 milhões de investidores, só no RU. São maioritariamente mulheres que participam em financiamento colaborativo não financeiro e maioritariamente homens que participam nas modalidades financeiras. Do estudo comprova-se que esta modalidade de financiamento alternativo não está só relacionada e direcionada para os investidores mais jovens. Mais se verifica que nas modalidades *P2P business lending* e *P2P consumer lending*, 55% e 57%, respetivamente, dos investidores têm idade superior a 55 anos; só na modalidade de *equity-based crowdfunding* a percentagem de investidores com idade inferior a 35 anos e entre os 35 e 54 anos é superior, sendo respetivamente 38% e 36%. Deste estudo também se retira que houve um crescimento da percentagem de investidores institucionais a escolher este meio de financiamento para alocar os seus fundos. De 2015 para 2016, o total de investidores institucionais apresentou um aumento de 139%, passando de 1031 para 2500 investidores.⁸⁷

⁸⁵ Santos, Regime cit., 653

⁸⁶ Neste estudo faremos referência às modalidades que são utilizadas no ordenamento jurídico do RU, uma vez que o estudo foi realizado com base em dados recolhidos apenas para esse território.

⁸⁷ CCAF, *Entrenching* cit., 27-31

5.3. Plataformas de financiamento

A plataforma de financiamento é uma plataforma eletrónica sediada na *internet*⁸⁸ que funciona como intermediário entre o promotor, que ali apresenta o projeto, e o investidor que nele quer investir⁸⁹. Segundo a Comissão Europeia⁹⁰, uma plataforma é um mercado financeiro estabelecido na internet que se apresenta aos investidores, juntando as duas partes do mercado (investidores e devedores), por forma a oferecer oportunidades de investimento online ao público que nela está inscrito.

O legislador introduziu recentemente esta figura no RJFC, muito embora optando por não definir o que são as plataformas. Faz-lhes referência no art.º 2º do RJFC quando define o que é o financiamento colaborativo. Desta definição extraímos que se trata de plataformas eletrónicas cujo acesso se faz pela internet e às quais as entidades que procuram financiamento recorrem a fim de angariarem fundos junto dos vários investidores que se encontram registados na plataforma onde o projeto é publicado. É importante notar que as plataformas não têm personalidade jurídica, sendo representadas pela sua entidade gestora ou pelos seus titulares⁹¹. É a entidade gestora que é responsável pela sua gestão e disponibilização junto do público investidor.

Têm como papel principal proporcionar aos promotores um variado leque de potenciais investidores que possam estar interessados em investir nas suas ofertas. O seu principal serviço é dar acesso a informação sobre oportunidades de investimento e, uma vez tomada a decisão de investir pelos interessados, transmitir essa decisão de investimento aos promotores respetivos. A par disto, podem ajudar o promotor a preparar a apresentação da oferta ao público investidor ou, podem dar assistência jurídica aos promotores. Na perspetiva dos investidores permite-lhes o acesso a um variado leque de oportunidades de investimento, com a vantagem de que a própria plataforma transmitirá ao promotor a sua decisão de investimento⁹².

⁸⁸ São considerados pelo estudo do CCAF como investidores institucionais os bancos, gestores de carteiras, fundos de pensões, empresas familiares, entre outro – CCAF, *Entrenching* cit., 27

⁸⁹ ESMA, *Opinion* cit., ponto 15

⁹⁰ CE, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, 2015, 9, acessível em https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-mapping-eu-markets-and-events-study_en, consultado a 20/10/2018

⁹¹ Beleza, *Crowdfunding* cit., 63

⁹² ESMA, *Opinion*, pontos 23-24

A plataforma pode ser uma simples prestadora de serviços ou, ao invés, pode captar fundos, gerir as contribuições dos investidores e prestar consultoria para investimento. Em Portugal, uma plataforma que, representada pela sua entidade gestora, preste serviços de captação de fundos e de gestão de contribuições é considerada um intermediário financeiro. Estará em causa a prática de serviços e atividades de investimento nos termos do art.º 290º/1 b), c) e f) do CVM que são consideradas atividades de intermediação financeira pelo art.º 289º/1 a) do CVM. A classificação como intermediário advém da imposição legal do art.º 289º/2 do CVM que estipula que só os intermediários podem exercer a título profissional estas atividades, tendo a entidade gestora da plataforma de requerer a classificação junto das entidades competentes, necessitando de uma autorização e de registo prévio junto da CMVM – art.º 295º/1 do CVM. Obtendo esta classificação, a entidade gestora da plataforma fica sujeita a aplicação das normas constantes do Título VI do CVM, podendo prestar serviços de captação de fundos e de gestão de contribuições.

De acordo com o estipulado pelo art.º 5º/2 a) e c) do RJFC, as plataformas não podem aconselhar os investidores quanto a decisões de investimento, fazer recomendações sobre como melhor alocarem os seus fundos, nem gerir fundos de investimento ou possuírem valores mobiliários⁹³. Contrariamente à lei espanhola que salvaguarda a análise das ofertas pela plataforma a fim de determinar o seu nível de risco e, determinar possíveis fatores que possam influenciar o investimento, o RJFC não salvaguarda esta situação. Pode colocar-se a questão de saber se as plataformas atuam contrariamente à lei quando classificam o risco das ofertas e, posteriormente, os publicam o nível de risco da oferta no site da plataforma. Concordamos com a inclinação doutrinária que considera esta publicação nas plataformas fora do âmbito do aconselhamento sobre o investimento numa oferta. Apenas se apresenta aos investidores uma análise relativa às várias ofertas que ali se encontram disponíveis⁹⁴. Pese embora não seja feita esta salvaguarda na lei, tanto o RJFC como o Regulamento nos permitem concluir que esta atividade de notação do risco não constitui uma ilegalidade. Veja-se o art.º 17º/1 b) do RJFC e o art.º 13º/1 c) do Regulamento. No primeiro caso, é imposto ao promotor que forneça junto do site da plataforma informação concreta sobre os riscos associados àquela oferta e, no segundo

⁹³ No *site* da plataforma não pode constar qualquer menção a consultoria ou recomendações para investimento.

⁹⁴ Costa, A Regulação cit., 27

caso, é imposto que publicitem no seu site eventuais notações de risco relativas às ofertas em causa.

O espaço da plataforma assume um papel fundamental no financiamento colaborativo pois facilita a recolha de fundos, disponibiliza informação ao público sobre o projeto dos promotores, criando-se ali uma espécie de espaço publicitário de vários promotores. Permite aos investidores ver quais os projetos que estão a ser mais financiados, proporcionando alguma segurança/inclinação no investimento. Acima de tudo, é um espaço que confere legitimidade aos projetos lá anunciados por se estar adstrito ao cumprimento de várias regras a fim de evitar a fraude ou um risco desconhecido de investimento⁹⁵. São prestados vários serviços que têm custos reais e por isso cobram uma percentagem do que o promotor obtém do público como pagamento pelos serviços proporcionados. Por exemplo, a *Seedrs* cobra 6% sobre o total do montante angariado pelo promotor em caso de sucesso da campanha.⁹⁶

Fruto da legislação portuguesa, as entidades gestoras que gerem plataformas que operam em Portugal assumem um papel passivo cingido à divulgação de ofertas e do encontro de vontades de financiadores/investidores e os promotores. Através do art.º 5º/2/c) RJFC o regime português impede-as de assumirem um papel ativo ao impedi-las de gerir os fundos dos seus clientes⁹⁷.

5.3.1. O acordo de utilização da plataforma

De modo a que possam ser prestados serviços aos seus utilizadores da plataforma, é celebrado entre a entidade gestora da plataforma e os promotores e, os investidores, um acordo de utilização que designa quais as regras de utilização da plataforma para cada uma das partes. A plataforma é um espaço virtual que permite o encontro de dois sujeitos, contudo, a entidade que a gere é responsável pelo cumprimento de várias regras de acesso e por supervisionar o cumprimento das normas de utilização por parte de quem a utiliza, não tendo qualquer intervenção nos contratos celebrados entre os promotores e os investidores⁹⁸.

⁹⁵ Gabison, *Understanding* cit., 11-12

⁹⁶ Vide <https://www.seedrs.com/raise>

⁹⁷ Costa, *A Regulação* cit., 26-27

⁹⁸ Santos, *Regime* cit., 654

Subjacente a este acordo de utilização estará um contrato de mandato sem representação nos termos dos arts.º 1180º e seguintes do CC. Sugerimos esta classificação tendo por base o art.º 1157º CC uma vez que a entidade gestora aparece na relação jurídica como elo de ligação entre promotor e investidor, colocando os dois em contato através da plataforma que gere. É a entidade gestora que transmite ao promotor a intenção de investimento do investidor e, publicita a oferta do promotor. Embora não seja o caso das atuais entidades gestoras em Portugal, algumas recolhem os fundos juntos dos investidores e, posteriormente transferem-nos para o promotor. Verificam-se os dois elementos essenciais do contrato de mandato⁹⁹. A entidade gestora pratica vários atos jurídicos e, quando conecta as duas partes, fá-lo por conta de um terceiro (mandante) que será ou o promotor ou o investidor, celebrando um contrato com cada um dos intervenientes.

No caso, não há representação pois a entidade não recebe poderes mediante procuração nos termos do art.º 262º CC. Mais, a entidade não assume quaisquer obrigações referentes aos pagamentos de juros ou outras quantias por parte do promotor ao investidor, nem assegura a efetiva transferência do dinheiro; assim como não assume qualquer responsabilidade no seio da sua relação. A entidade apenas garante que o promotor não se encontra em dificuldades financeiras ou insolvência, solicitando ao promotor todas as informações necessárias para tal e, com base nas informações que recolhe classificará o risco da oferta que, posteriormente divulgará ao investidor. De acordo com o art.º 16º a) RJFC devem ser adotadas medidas para prevenir a fraude por parte de promotores. Esta disposição vai em linha com o art.º 1183º CC relativo à não responsabilização do mandatário pois a entidade não é responsabilizada perante as obrigações que são assumidas pelo promotor perante o investidor.

Este contrato estabelecido entre as partes não carece de forma legal, uma vez que nada no seu regime exige que dependa da observância de uma forma especial¹⁰⁰. Isto vai em linha com o contrato de mandato sem representação que não estabelece nenhuma forma legal específica para que o contrato seja válido. Trata-se de um contrato não formal.

⁹⁹ Leitão, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações*, Vol. III – Contratos em Especial, 6ª ed., Almedina 2009, 434-435

¹⁰⁰ Este contrato está sujeito ao princípio da liberdade de forma previsto no art.º 219º do CC.

O contrato celebrado com a plataforma é oneroso do ponto de vista do promotor¹⁰¹, a quem a plataforma cobra uma comissão sobre o montante angariado caso a oferta tenha sucesso. A retribuição é ajustada pelas partes tal como indica o art.º 1158º/2 CC. Do lado do investidor, o contrato tende a ser gratuito, ilidindo-se a presunção do art.º 1158º/1 in fine. Neste caso concreto, o contrato de mandato forma-se no momento em que as partes assinam o acordo de utilização da plataforma, sendo esta uma aceitação expressa nos termos do art.º 217º CC.¹⁰²

Terminada a análise do que é, no geral, o financiamento colaborativo, cabe-nos fazer um breve apanhado sobre as vantagens e riscos em que incorrem tanto promotores como investidores quando escolhem este método para se financiarem e alocarem os seus fundos, respetivamente.

6. Vantagens e riscos do financiamento colaborativo

Enquanto método de financiamento utilizado por empresas e forma de investimento por parte de vários investidores, o financiamento colaborativo acarreta consigo alguns riscos inerentes à sua utilização.

6.1. Riscos inerentes ao financiamento colaborativo

O investimento em financiamento colaborativo mostra-se muito atrativo aos investidores. Através dele e, consoante a modalidade, podem adquirir um produto a preço mais baixo que ainda não se encontra comercializado, ter acesso a boas oportunidades de investimento em dívida que pague mais juro face a outros produtos financeiros com igual risco, entre outras. Porém, como qualquer investimento comporta riscos inerentes à sua utilização, nomeadamente:

- Risco de fraude¹⁰³ por parte dos promotores: considerado o maior risco associado às campanhas¹⁰⁴, encontra-se mais associado a campanhas de financiamento colaborativo por empréstimo, por lhes serem inerentes todos os riscos de investimento e concessão de crédito associados às instituições de

¹⁰¹ O contrato de mandato pode ser oneroso conforme art.º 1158º/1CC.

¹⁰² Leitão, Direito cit., 438

¹⁰³ Será fraude a prestação de informações falsas ou a ocultação de informações consideradas relevantes, tendo em conta a entidade e o projeto por ela apresentado, por forma a se induzir em erro os potenciais investidores. *Vide*, Costa, A Regulação cit., 21-22

¹⁰⁴ Gabison, *Understanding* cit., p17

crédito. Podemos ainda ter situações de furto de identidade, de criação de perfis de entidades falsas, bem como angariação de fundos para atividades criminosas. Estas situações relacionam-se mais com o financiamento colaborativo de capital por existir pouca informação sobre o projeto a financiar; na maioria dos casos estamos perante empresas que necessitam de financiamento para iniciarem a sua atividade¹⁰⁵.

- Risco de incumprimento pelo promotor: estamos perante um investimento num projeto que pode falhar, impedindo-o de remunerar o investidor conforme o acordado. Tem maior relevância no financiamento colaborativo financeiro por estar em causa financiar um projeto/empresa que pode estar em dificuldades financeiras ou, uma empresa a iniciar atividade ou que, por alguma razão necessita de um reforço do capital social¹⁰⁶.
- Risco de liquidez: ganha relevância quando o investidor aloca os fundos ao financiamento colaborativo de capital ou, quando opta pela modalidade de empréstimo, adquirindo títulos de dívida passíveis de serem transacionados em mercado regulado. Nestes casos, uma baixa eficiência do mercado pode afetar os investidores pois caso queiram transacionar os títulos ser-lhes-á mais complicado transformar o que adquiriram em dinheiro¹⁰⁷.
- Risco de a plataforma entrar em insolvência: será mais ou menos relevante consoante a entidade gestora exerça funções nas transações, recebendo fundos por conta dos seus clientes. Neste último caso, tal levará ao não pagamento dos montantes recolhidos e à consequente perda dos fundos que foram investidos e que a entidade gestora detinha em seu poder¹⁰⁸. Este risco pode ser mitigado caso seja criado um FTC¹⁰⁹ pelo promotor pois o Fundo será uma entidade independente da entidade gestora e do promotor da oferta, tendo o seu próprio património e estatuto legal. Uma vez que o FTC é independente da empresa que o cria, se essa empresa falir, o fundo irá suportar as suas obrigações. Neste caso concreto, a existência de um FTC pode ajudar a mitigar o risco sofrido pelos investidores, pois ao emitir os ativos que os investidores adquirirem, se algo falhar é este fundo quem responde perante os investidores.

¹⁰⁵ Kirby *et. alli*, *Crowd-funding* cit., 26

¹⁰⁶ *Ibid.*, 25

¹⁰⁷ *Ibid.*, pp. 26 e 27; Gabison, *Understanding* cit., 18

¹⁰⁸ Costa, *A Regulação* cit., 21

¹⁰⁹ *Vide* p.17

- Risco de qualidade e assimetrias de informação: está em causa a salvaguarda do segredo comercial. Os promotores têm sempre interesse em disponibilizar à plataforma o máximo de informação possível para que esta possa classificar corretamente o risco de investimento, contudo, a análise dessa informação societária tem carácter sigiloso, não chegando ao conhecimento da *crowd*. Isto gera assimetrias informativas que podem levar a um fenómeno de seleção adversa¹¹⁰ na medida em que a maior informação que o investidor detém acerca da fiabilidade do investimento é a taxa de juro, sendo através desta que consegue avaliar o risco do investimento¹¹¹. Afim de suavizar estas assimetrias, o Regulamento exige que seja disponibilizada à *crowd* a IFIFC nos termos do art.º 16º do Regulamento.

A propósitos dos riscos do investimento, um estudo da CCAF demonstrou que em todas as modalidades, apenas 2% dos investidores concordam plenamente que a solicitação de aconselhamento acerca do investimento antes de o realizarem pode mitigar o risco a que se expõe, enquanto 9% entendem que ajuda, mas não vêem o aconselhamento como algo crucial. Quando olhamos para as modalidades de financiamento por empréstimo e de capital, apenas 10% e 17%, respetivamente, entendem como necessário recorrer a este tipo de aconselhamento.¹¹² Por estes dados concluímos que os investidores, certamente na sua maioria com pouca literacia financeira, não consideram necessário aconselhar-se junto de quem compreende melhor o mercado e o próprio investimento.

Entendemos que o recurso ao aconselhamento reveste uma grande importância. Embora os riscos não se tornem quase inexistentes, caso se recorresse ao aconselhamento por entidades acreditadas, seria minimizado o impacto dos riscos no investimento. O art.º 5º/2 a) RJFC proíbe as plataformas de prestar este tipo de aconselhamento, pelo que será mais complicado obtê-lo, porém são os próprios investidores que consideram que não oferece grandes vantagens. Talvez o facto de se tornar mais fácil o acesso a aconselhamento juntamente com a realização de campanhas de sensibilização para este

¹¹⁰ Fenómeno causado pelas assimetrias informativas que se concretiza na escolha pelo investidor de um investimento menos vantajoso, com base em informações pouco concretas sobre o mesmo.

¹¹¹ Costa, A Regulação cit., 22; Kirby *et. alli*, *Crowd-funding* cit., 27

¹¹² CCAF, *Entrenching* cit., 39

tipo de investimento, seria uma possível solução para que mais investidores recorressem ao aconselhamento.

6.2. Vantagens do financiamento colaborativo

Pese embora este tipo de financiamento acarrete alguns riscos, também proporciona algumas vantagens a investidores e a promotores.

Com o financiamento colaborativo, os promotores não incorrerem em custos de lançamento de ofertas nem em custos relacionados com comissões bancárias e elevadas taxas de juro em empréstimos bancários. Graças ao facto de operar através de uma plataforma na *internet* ao alcance de todos, este financiamento torna-se uma excelente forma dos promotores divulgarem os seus produtos e projetos, proporcionando bastante publicidade à empresa. A par disto, permite-lhes testar ideias de forma a avaliar qual o sucesso que determinado produto terá no mercado, bem como uma contratação mais célere na medida em que investidores e promotores entram em contato numa plataforma eletrónica criada para esse fim.¹¹³

Os investidores também retiram vantagens desta nova forma de financiamento. Por se passar tudo através de uma plataforma, evitam todos os custos a pagar no momento da decisão de investimento. Pese embora seja premente o risco relacionado com as assimetrias informativas, graças ao facto de tudo ocorrer *online* e de o investidor conseguir acompanhar no *site* da plataforma o sucesso da campanha, tendo *feedback* de quantas pessoas já investiram, permite um acesso mais barato a informação. Para além disto, permite-lhe investir pequenas quantias monetárias. Dado que podem acompanhar o sucesso da oferta na plataforma, o efeito manada acaba por ser bastante saliente neste investimento. No caso dos investidores qualificados, acaba por oferecer como vantagem uma maior diversificação do seu portefólio.¹¹⁴

A nível económico traz vantagens para o sistema financeiro ao permitir a desintermediação e, consequentemente, uma maior democratização do mercado. Permite que mais investidores integrem o mercado, aumentando a concorrência num espaço que é acima de tudo dominado por instituições financeiras. Nos EUA é onde se vê melhor esta

¹¹³ Santos, Regime cit., 655-656; Catarino, *Crowdfunding* cit., 26

¹¹⁴ Catarino, *Crowdfunding* cit., 26-27

vantagem pois os *business angels* e as *ventures capital firms* não estão sujeitas a regulação pela SEC, conseguindo ter um acesso privilegiado aquando do lançamento de novas empresas e projetos¹¹⁵. Esta democratização é fruto da tecnologia que o originou – a *Web 2.0* –, na medida em que por acontecer tudo *online* e por se fomentar pequenos investimentos individuais, muitas mais pessoas conseguem tornar-se investidores. Permite uma mais eficiente distribuição do risco pois ainda que seja uma forma alternativa de se obter financiamento, cumpre o mesmo propósito financeiro que os mercados de capitais quando alocam fundos de quem deles tem excedentes para aqueles que deles necessitam. Torna o mercado mais estável.¹¹⁶

Terminada a análise sobre a figura do financiamento colaborativo, urge começar a analisar a forma como a figura é tratada no regime português. No próximo capítulo iremos analisar com precisão o regime português da modalidade de financiamento colaborativo por empréstimo.

III. O Regime Português de Financiamento Colaborativo por Empréstimo

Em Portugal, o financiamento colaborativo encontra regulação na Lei n.º 102/2015, de 24/08 que aprova o RJFC, sendo complementado pelo Regulamento CMVM n.º 01/2016, de 5/05 que regula o financiamento colaborativo financeiro. Até há pouco tempo, o Regulamento tinha a sua aplicação suspensa pois a CMVM não estava, *ab initio*, dotada de poderes de aplicação da lei. Posteriormente, foi aprovada a Lei n.º 3/2018, de 9/02 que aprova o RSFC e, com a sua entrada em vigor (art.º 14º RSFC) o Regulamento passa a ter aplicação plena como indica o art.º 21º Regulamento.

Nos próximos pontos vamos analisar mais em detalhe o regime jurídico português do financiamento colaborativo por empréstimo, tendo por referência os diplomas supramencionados.

¹¹⁵ *Ibid.*, 27

¹¹⁶ Santos, Regime cit., 68

1. Entidades gestoras das plataformas

As entidades gestoras das plataformas ocupam um papel de destaque na relação do financiamento colaborativo. Como já tivemos oportunidade de ver, as plataformas eletrónicas não são pessoas jurídicas¹¹⁷ o que implica que sejam representadas por entidades dotadas de personalidade jurídica – as entidades gestoras.

Atento o conteúdo do art.º 4º/1 RJFC, qualquer pessoa coletiva ou estabelecimento individual de responsabilidade limitada pode deter uma plataforma. Uma vez que analisamos a modalidade por empréstimo do financiamento, há a ter em conta que a denominação legal que estas empresas obtêm é de *entidade gestora*. Infere-se este termo através da análise do Regulamento pois ao longo do texto faz-se referência a estas empresas como *entidades gestoras*. Para que estas entidades possam deter uma plataforma especializada na modalidade por empréstimo, têm de assumir a forma de sociedade comercial. O art.º 2º/1 a) Regulamento impõe que a entidade tenha um capital social inicial mínimo de €50.000 quando a sociedade é constituída, retirando-se desta exigência que a entidade gestora terá de assumir a forma de sociedade comercial, sendo admissível constituir-se como um dos quatro tipos previstos no art.º 1º/2 do CSC. Já o art.º 2º/1 b) impõe a contratação de um seguro de responsabilidade civil adequado à atividade. Estes requisitos são de natureza patrimonial, estão enunciados no art.º 2º Regulamento, tendo de se verificar para que possa ocorrer o registo prévio nos termos do art.º 3º. Posteriormente terão de efetuar o registo junto da CMVM, exigido pelo art.º 15º/1 RJFC, por forma que o regulador possa verificar que a entidade cumpre todos os requisitos necessários ao exercício da atividade – art.º 15º/2 RJFC.

A par destes requisitos são impostos requisitos de natureza prudencial que se aplicam antes ao desenvolver da atividade. Previstos no art.º 9º são relativos à idoneidade dos membros do órgão de administração da entidade gestora e relativos à organização interna prudente e à prevenção de conflitos de interesse – arts.º 10º e 11º respetivamente.

Feito o registo prévio e cumpridos os requisitos segue-se o processo de registo que obedece aos critérios do art.º 4º, podendo ser recusado pela CMVM nos casos previstos no art.º 5º.

¹¹⁷ *Supra* p.26

As entidades gestoras, depois de devidamente registadas, serão responsáveis pela gestão da plataforma e pelo controlo do cumprimento das regras que têm de observar no desenvolver da sua actividade¹¹⁸. Através da plataforma não poderão fornecer aconselhamentos e recomendações sobre os investimentos; os seus colaboradores não poderão ser compensados pelas ofertas que concretizem; não podem gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários¹¹⁹. Estando no âmbito do financiamento colaborativo por empréstimo acresce a proibição de não poderem deter fundos dos seus clientes – art.º 21º/3 RJFC *ex vi* art.º 21º/1. A par disto, o art.º 20º Regulamento impõe que a entidade assegure que na prestação dos serviços de pagamento intervenha uma entidade autorizada pelo BdP a exercer atividade nos termos do art.º 10º DL n.º 317/2009, de 30/10 e, esteja registada junto do BdP – art.º 20º do referido DL.

Feito este breve apanhado sobre as entidades gestoras das plataformas passamos à análise da atividade que é levada a cabo por essas entidades no âmbito da atividade de intermediação do financiamento.

2. Atividade de intermediação do financiamento

A atividade de intermediação do financiamento colaborativo é levada a cabo pelos intermediários de financiamento colaborativo – as entidades gestoras das plataformas eletrónicas. Estas entidades são autorizadas a desenvolver a atividade, desde que não executem ordens de compra ou detenham fundos dos utilizadores da plataforma. Esta permissão é dada pela exceção do art.º 3º/1 a) e b) da DMIF II.

O legislador criou a figura dos intermediários quando os regulou de forma autónoma no Regulamento e no RJFC¹²⁰.

Para que uma entidade possa atuar como intermediário de financiamento, tem que requerer um estatuto próprio junto da CMVM que difere do estatuto de intermediário financeiro. Estes dois estatutos não se misturam, contudo, a entidade gestora pode requerer a classificação como intermediário financeiro. Não sendo intermediários financeiros, as entidades gestoras não podem executar nem transmitir ordens relativas a

¹¹⁸ Belezas, *Crowdfunding* cit., 64

¹¹⁹ Nos termos gerais do art.º 5º/2 RJFC.

¹²⁰ Belezas, *Crowdfunding* cit., 72

valores mobiliários ou guardar fundos dos seus clientes, daí que, sempre que a oferta implique a emissão de valores mobiliários tem de se requerer a participação de um intermediário financeiro – art.º 10º/2 RJFC.

No desempenhar da atividade de intermediação, as entidades são responsáveis pela seleção e publicação das ofertas na plataforma – arts.º 5º/1 a) e 17º/1 RJFC; têm à sua responsabilidade a adjudicação dos serviços de pagamento a uma empresa autorizada a prestar estes serviços ou, caso a própria entidade pretenda realizar as transações monetárias e guardar os fundos dos clientes, deve solicitar uma autorização para o desempenho desta função – art.º 20/1 Regulamento e art.º 10/1 do Regime dos Serviços de Pagamentos.

Os intermediários estão ainda adstritos ao cumprimento dos deveres gerais impostos pelo RJFC entretanto já abordados (arts.º 5º/1 e 2 e 11º/1 *in initio* e *in fine*) e dos deveres específicos do Regulamento – arts.º 16º e 21º RJFC e arts.º 10º, 11º e 13º Regulamento. De um modo geral, devem controlar a atividade da plataforma; adotar medidas para a prevenção dos casos de fraude (mitigando assim o risco de fraude), de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo; e, devem prevenir os conflitos de interesse e cumprir com deveres de informação impostos pelo art.º 16º, b) RJFC.

No âmbito da relação de intermediação estabelecida, não recai sobre as entidades o dever de informação relativo ao conteúdo da oferta. Sobre elas apenas recai a obrigação de assegurar que a informação chega aos investidores, isto é, têm obrigação de solicitar informação sobre a oferta junto dos promotores e, posteriormente divulgá-la junto com a oferta na plataforma¹²¹. A sua obrigação de informação decorre do art.º 13º Regulamento *ex vi* art.º 16º b) RJFC. Estão obrigadas a informar sobre o seu registo prévio junto da CMVM – art.º 13º/1 a); sobre as ofertas em curso; e, a deterem informação sobre os projetos já financiados – art.º 13º/1 b) e c). Adicionalmente devem publicar o preçário e todas as informações relativas à proteção dos investidores – art.º 13º/1 e) e f).

Pese embora as entidades sejam responsáveis pela publicação desta informação, do regime legal não se extrai que assumam qualquer tipo de responsabilidade sobre o conteúdo do documento da IFIFC. No entanto, caso se prove a inveracidade das informações que prestam através da plataforma, serão responsabilizadas por incumprimento do dever de informação. Há lugar a esta responsabilização porque o art.º

¹²¹ Costa, A Regulação cit., 31

10º/1 c) do Regulamento impõe às entidades que adotem meios de prevenção de fraude, justificando que possam ter que responder perante os investidores caso incumpram os seus deveres de controlo. Para além dos deveres de controlo de fraude, estão ainda sujeitas à boa-fé contratual imposta pelo princípio geral do cumprimento das obrigações do art.º 762º/2 CC. Estamos no âmbito da boa fé objetiva uma vez que nos remete para um modo de atuação¹²² que a entidade deve assumir. É esta imposição de adoção de um comportamento de boa fé que obriga a plataforma a se acautelar relativamente à informação que recebe, obrigando-a a corrigir a informação que lhes é prestada pelos promotores.

Para assegurar que as entidades cumprem os seus deveres e obedecem às normas impostas pelo regime jurídico, estão sujeitas a supervisão e regulação por parte da CMVM. É disso que vamos tratar no próximo ponto.

2.1. Supervisão e regulação da atividade de intermediação de financiamento

As entidades gestoras das plataformas estão sujeitas a supervisão e regulação por parte de uma entidade reguladora. No caso concreto da modalidade de financiamento colaborativo por empréstimo, é a CMVM que exerce a supervisão das entidades¹²³ por imposição do art.º 15º/1 RJFC e que regula, através do Regulamento, a sua atividade. Como veremos adiante, a CMVM está encarregue da punição das suas condutas, cumprindo o disposto no RSFC, bem como de supervisionar o exercício da atividade pela entidade gestora através da plataforma, a fim de assegurar a estabilidade dos mercados financeiros. Cabe-lhe identificar situações que possam representar a criação de um risco sistémico e, garantir, através desta supervisão, a proteção dos investidores¹²⁴.

Por ser a entidade reguladora, é junto da CMVM que as entidades gestoras têm de requerer o registo¹²⁵ e, durante o desenvolver da sua atividade através da plataforma, a CMVM verificar se estas cumprem os deveres necessários ao desenvolvimento da atividade. No momento do registo e caso existam alterações, deverá avaliar a idoneidade

¹²² Cordeiro, António Menezes, *Tratado de Direito Civil*, Tomo I, 4ª ed., Almedina 2012, 964

¹²³ Este facto é especificado no preâmbulo do Regulamento.

¹²⁴ Belezas, *Crowdfunding* cit., 71

¹²⁵ Vide p.31-32

dos membros do órgão de administração da entidade gestora de acordo com o exigido no art.º 9º Regulamento, bem como terá de verificar se a entidade adotou métodos de controlo interno que permitam o desempenho de uma gestão sã e prudente de acordo com o exigido pelo art.º 10º. Verificará também a existência de possíveis conflitos de interesse e se foram adotados meios para prevenir o branqueamento de capitais e situações de fraude. Mais supervisiona se estão a ser devidamente cumpridos os deveres de informação aos potenciais investidores de acordo com o que é imposto pelos arts.º 13º e 14º do Regulamento.¹²⁶

No que concerne aos conflitos de interesse, pode perguntar-se se a CMVM não deveria impedir que as plataformas cobrassem uma percentagem sobre o valor angariado com sucesso da oferta. A questão é levantada por COSTA¹²⁷. O autor questiona se a cobrança feita sobre os montantes angariados, ao invés da cobrança de uma taxa fixa aos promotores, não pode conduzir a um conflito de interesses, chocando com o art.º 11º. O facto de ser cobrada essa percentagem pode levar a crer que a plataforma seja especialmente interessada na concretização da oferta com sucesso. Contudo, por se estabelecer com o cliente da plataforma um mandato sem representação, estamos perante um contrato que se presume oneroso pelo art.º 1158º/1, 2ª parte CC por ser exercido a título profissional. Atento este facto, a remuneração pela prestação do serviço não comporta qualquer problema. Estamos no âmbito económico e a entidade gestora necessita de financiamento para poder exercer a sua atividade e remunerar os seus colaboradores. Quanto à remuneração através de uma percentagem do montante angariado, entendemos que não gera conflitos de interesse pois quem recebe a comissão é a entidade e não especificamente o colaborador que está encarregue da oferta em específico. Este é um dos traços que distingue o financiamento colaborativo e o torna mais aliciante do que outros métodos de financiamento. Se fosse fixado um montante fixo como, por exemplo, são fixadas as comissões bancárias, para certas ofertas não seria vantajoso recorrer a este método de financiamento. Deixaria de ser vantajoso para o promotor se a plataforma cobrasse um montante fixo que não diferisse muito do montante que este pretenderia ver angariado. É algo que está inerente a este modelo de financiamento. Como salienta COSTA¹²⁸ e concordamos, a própria plataforma acaba por

¹²⁶ Santos, Regime cit., 672

¹²⁷ Costa, A Regulação cit., 30

¹²⁸ *Ibid.*, 30

não ter muito interesse em impingir maus negócios aos potenciais investidores pois a prazo tal irá afetar a sua reputação e afastar novos potenciais investidores.

Como foi referido no início deste ponto, enquanto supervisora da atividade das entidades gestoras, a CMVM é responsável por verificar se as entidades cumprem com os deveres e condutas e, caso não o façam deve averiguar essas infrações e aplicar sanções. É disso que vamos tratar no ponto seguinte.

2.2. Regime Sancionatório da Atividade de Financiamento Colaborativo

No âmbito da atividade de supervisão, a CMVM tem como missão identificar situações de incumprimento do regime legal por parte das entidades gestoras. Uma vez sinalizados estes casos, cabe à CMVM analisá-los e aplicar as sanções devidas que estão estipuladas no RSFC.

O RSFC estabelece o regime sancionatório das atividades de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, tal como nos indica o seu art.º 1º/1. É este diploma que legitima a CMVM a ir junto das entidades gestoras e averiguar de possíveis infrações, iniciar a instrução processual e, se necessário, aplicar as coimas referentes às sanções acessórias previstas no RSFC¹²⁹. Dada a sua natureza e conteúdo, o RSFC aplica-se em casos de incumprimento dos vários deveres e condutas por imposição do art.º 22º/1 do RJFC; contudo o número 2 salvaguarda a aplicação do CVM quando se mostre pertinente.

O diploma estipula no capítulo II quais os ilícitos de mera ordenação social referentes ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo e, no capítulo III quais os ilícitos referentes ao financiamento colaborativo por donativo e por recompensa. Vamos focar-nos apenas nos primeiros, pese embora todos eles respeitem à violação dos deveres impostos às entidades gestoras das plataformas que lhes são impostos pelo RJFC, pelo Regulamento e por qualquer outra legislação europeia ou nacional – art.º 3º/1 RJFC.

Os tipos contraordenacionais em que as entidades gestoras podem incorrer dividem-se em três grupos – contraordenações muito graves, graves e leves.

¹²⁹ Art.º 2º/1 RSFC

As contraordenações muito graves estão descritas no art.º 4º/1, implicam uma coima que vai de €5000 a €1.000.000 e que pode ser desencadeada se a entidade atuar no âmbito deste financiamento sem efetuar o registo junto da CMVM ou, atuar fora do âmbito que o registo lhe permite; ou, pode derivar do incumprimento de alguma sanção acessória imposta pela CMVM.

As contraordenações graves encontram-se no art.º 4º/2, implicam uma coima que vai de €2500 a €500.000, sendo desencadeadas pelo incumprimento dos vários deveres impostos legalmente. A desencadear a coima podemos ter a violação do dever de informação, violação do dever de confidencialidade, violação do dever de comunicação à CMVM ou a não adoção de regras de controlo interno, a não disponibilização por escrito os contratos de adesão, a não prevenção dos conflitos de interesse e, tendo-os, a sua não resolução, assim como incumprir ordens dadas pela CMVM.

Por último, as contraordenações leves estão no art.º 4º/3 e geram uma coima que vai de €1000 a €200.000, sendo aplicadas quando se violem as regras de publicidade das ofertas ou outros deveres que não estejam previstos no art.º 4º/1 e 2.

Na avaliação da prática destas contraordenações é tido em conta se houve tentativa ou se, sendo consumado o ato, houve dolo ou negligência. O art.º 7º/1 prevê a negligência para os casos do art.º 4º/1 e 2, sendo os do 4º/3 apenas punidos quando haja dolo do agente. No que concerne à tentativa, apenas é punida nos casos do art.º 4º/1 e 2, conforme o art.º 7º/2, não sendo punida nos casos do art.º 4º/3.

Paralelamente, a CMVM pode decidir aplicar sanções acessórias juntamente com as coimas. Estas sanções estão previstas no art.º 5º e podem conduzir à inibição temporária da atividade. A par disto, a prática de contraordenações graves e muito graves pode gerar o cancelamento do registo junto da CMVM, como prevê o art.º 7º/1 e) do Regulamento.

Independentemente de o incumprimento dos deveres gerar responsabilidade junto da CMVM, há sempre lugar a responsabilidade perante o investidor ou promotor. Neste caso, há lugar à cessação por resolução do contrato celebrado – art.º 432/1 CC e, gerando-se responsabilidade civil nos termos gerais dos arts.º 483º e seguintes, cria-se uma possível obrigação de indemnizar o lesado – art.º 483º/1, CC.

Fica assim terminada a análise da atividade levada a cabo pelos intermediários de financiamento colaborativo, cabendo agora analisar o regime definido para as ofertas de financiamento.

3. Ofertas de financiamento colaborativo de investimento

No financiamento colaborativo por empréstimo, as ofertas de financiamento gozam de um regime próprio previsto no art.º 10º/2 do RJFC¹³⁰, contudo só estão abrangidas até um determinado limite de investimento. A partir deste limite, passam a estar sujeitas ao regime imposto pelo CVM. Para lançar uma oferta de financiamento colaborativo, os promotores têm de cumprir com alguns requisitos. Desde logo, existe um limite máximo possível à angariação.

O RJFC, no art.º 18º/1 *ex vi* art.º 18º/2 indica que as ofertas estão sujeitas a um limite máximo definido no Regulamento. O art.º 18º/2 remete-nos para o art.º 19º do Regulamento que estabelece, no número 1, um máximo de angariação anual de €1.000.000 ou, de €5.000.000 caso a oferta se dirija aos investidores que se enquadrem dentro dos requisitos do art.º 12º/2 do Regulamento. São passíveis de cumprir estes requisitos as pessoas coletivas, pessoas singulares que comprovem um rendimento anual superior a €70.000 ou, quem seja considerado investidor qualificado pelo art.º 30º do CVM– art.º 19º/2. Vemos que os investidores que não se insiram no ar.º 12º/2 estão sempre limitados a um teto máximo de investimento.

A par destes limites, os promotores apenas podem disponibilizar a oferta de financiamento numa única plataforma – art.º 18º/3 do RJFC.

No que concerne aos limites impostos pela lei, a doutrina questiona-se relativamente à exigência da medida. Vamos tentar perceber se os limites de angariação são ou não excessivos para o investidor. Para tal temos de olhar para a realidade internacional.

Nos EUA, na sequência da isenção de alguns deveres de informação e de registo, a SEC estabeleceu limites àquilo que os investidores podem investir anualmente. Em Espanha também há uma limitação aos valores que são possíveis investir por cada

¹³⁰ Beleza, *Crowdfunding* cit., 78

investidor anualmente¹³¹, assim como existem na Alemanha a KASG impôs restrições ao investimento¹³². A fugir a esta linha legislativa temos o RU onde, para a modalidade de financiamento colaborativo de capital, o legislador não estabelece limites ao investimento. Ao invés, criou um leque de requisitos que o investidor tem de cumprir para poder investir o montante que considera oportuno, sendo um dos requisitos a receção, pelo investidor, de aconselhamento específico sobre o investimento que pretende realizar. Caso não cumpra os requisitos impostos, tem de realizar um teste próprio e, após passar esse teste, apenas pode investir 10% dos seus ativos líquidos.

Tendemos a concordar com a opção britânica. Uma medida deste nível ajuda a mitigar o risco de investimento. Se o investidor não tiver conhecimento devido sobre o risco, nem consciência do investimento que realiza, os €3.000 ou os €10.000 a que o legislador português o limita podem verificar-se excessivos para alguém que aufera um rendimento mensal de €600. Uma solução semelhante à britânica seria a melhor forma de mitigar este risco¹³³. Caso não se siga esta linha legislativa, sugerimos que o legislador criasse a obrigatoriedade de existir um aconselhamento no investimento. Tendo em consideração que as plataformas estão impedidas de prestar aconselhamento, o mecanismo poderia funcionar através de uma entidade independente que prestasse o serviço em paralelo com a plataforma. Seria um serviço prestado paralelamente à semelhança do que acontece com as instituições de pagamentos. Cremos que só a IFIFC, sem que seja efetivamente explicado o que dela consta, não é suficiente pois muitas vezes o investidor não compreende verdadeiramente o seu conteúdo.

Na linha destas imposições relativas ao investimento, o RJFC impôs que os promotores criassem um documento com a IFIFC que será divulgado pela plataforma juntamente com a oferta a que o documento se refere. A IFIFC visa esclarecer aos investidores sobre a oferta para a qual se pretende financiamento, devendo esclarecê-los relativamente aos riscos da oferta. É um documento disponibilizado em cumprimento do dever de informação imposto pelo art.º 17º/1 b) do RJFC¹³⁴. A IFIFC tem de obedecer a uma forma especial que consta do Anexo II ao Regulamento e, ao conteúdo específico

¹³¹ Couto, Ana Sá e Colaço, Frederico Romano, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, 2015, 132-133, acessível em <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4625/documento/p01.pdf?id=5777>, consultado a 10/01/2019

¹³² Belezas, *Crowdfunding* cit., 38

¹³³ Santos, *Regime* cit., 672

¹³⁴ Belezas, *Crowdfunding* cit., 81

expresso nos arts.º 19º/1 do RJFC e 16º/2 do Regulamento. Essencialmente, o documento tem de informar os investidores sobre o promotor da oferta – arts.º 17º/1 a) do RJFC e 16º/2 a) e b) do Regulamento; tem de conter todas as características da oferta, tais como características da atividade, custos e encargos associados e momento de transferência do montante angariado – arts.º 19/1 a) a c) do RJFC e 16º/1 c) a g) do Regulamento; tem de conter advertências legais – arts.º 19º/1 d) do RJFC e h) a o), nomeadamente advertir para os riscos inerentes à atividade e para a não existência de um fundo de garantia para o capital investido; e, tem de indicar qual o regime fiscal aplicável à oferta – arts.º 19º/1 d) do RJFC e 16º/2 p) do Regulamento. Por forma a cumprir com o conteúdo que é exigido pela lei, o documento da IFIFC tem de ser escrito numa linguagem clara e prática que possa ser perceptível pelo investidor médio. A sua consulta deve ser esclarecedora por forma a que o investidor não tenha necessidade de recorrer a outros documentos para o seu entendimento – art.º 16º/3 a 5 do Regulamento, contudo, entendemos que apenas a consulta do documento da IFIFC não se mostra suficiente na medida em que contém elementos que requerem alguma literacia financeira para poderem ser bem compreendidos.

Contrariamente aos prospectos das ofertas públicas de distribuição¹³⁵, o documento da IFIFC não está sujeito a aprovação pela CMVM, competindo o seu controlo e “aprovação” às entidades gestoras das plataformas. São elas quem garante a sua entrega ao investidor e têm o ónus de verificar se o investidor tomou conhecimento do seu conteúdo – art.º 17º/1 Regulamento. Após a entrega do documento e antes de financiar a oferta, o investidor tem de declarar que leu e tomou conhecimento do seu conteúdo nos termos do que lhe é imposto pelo art.º 17º/2 do Regulamento.

É no seguimento da declaração de conhecimento e leitura da IFIFC que se pode passar à fase seguinte no processo de financiamento – a fase de subscrição da oferta.

A subscrição da oferta pode realizar-se através de duas formas, estando a diferença na exigência ou não de uma forma especial para o contrato subjacente. No caso de o contrato subjacente à oferta de financiamento não exigir forma especial, a subscrição pode ser feita através da subscrição exclusiva do documento da IFIFC – por exemplo, esta subscrição pode ocorrer quando os contratos de mútuo sejam inferiores a €2500¹³⁶. Caso

¹³⁵ O art.º 114º/1 do CVM impõe a aprovação do prospecto pela CMVM.

¹³⁶ Art.º 1143º *in fine* CC

o contrato subjacente exija uma forma especial, a subscrição da oferta ocorre através da subscrição do documento da IFIFC juntamente com a celebração do contrato respeitando a forma por ele exigida. É de notar que em ambos os casos os investidores têm sempre de declarar que compreendem o risco inerente ao investimento e que entendem as condições do negócio, assim como estão cientes das relações que estabelecem com a plataforma – art.º 8º do RJFC. Esta subscrição pode ser feita através por meios eletrónicos¹³⁷.

Fica assim concluída a análise da parte referente às ofertas de financiamento. Contudo, nem sempre tudo corre pelo melhor e criam-se problemas relativos às ofertas. Nestes casos, os investidores têm de recorrer aos seus meios de tutela. Será esse o tema do próximo ponto onde iremos tentar perceber quais os meios que o investidor tem ao seu alcance para se proteger.

4. Mecanismos de tutela do investidor

À semelhança de outras formas de investimento, também o financiamento colaborativo goza de meios que permitem a tutela do investidor no âmbito das relações que este estabelece com a entidade gestora da plataforma enquanto seu cliente. Será esta a matéria abordada neste ponto.

Começamos por mencionar o art.º 10º/1 do RJFC que permite aplicar ao caso concreto as regras que tutelam as partes nos contratos que estão subjacentes à relação de financiamento colaborativo. Para o caso em estudo, os investidores gozam da proteção geral que lhes é concedida pelos contratos de mútuo e pelos contratos de emissão e transação de valores mobiliários.

Adicionalmente, os investidores não qualificados¹³⁸, assumindo que os consideramos consumidores¹³⁹, têm a faculdade de resolver livremente o contrato celebrado com a plataforma até 14 dias após a sua celebração. Este é um direito que advém da aplicação

¹³⁷ Belezas, Regime cit., 83

¹³⁸ Os que não se insiram no art.º 30º do CVM.

¹³⁹ Esta é a tendência da doutrina portuguesa para que seja possível beneficiarem da proteção dada pelo sistema jurídico aos consumidores. A este propósito *vide* Rodrigues, Sofia Nascimento, *A protecção dos investidores em valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001, 29-32; expressando alguma renitência Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, 222-223; contra esta posição Cordeiro, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2016, 107-109

do art.º 10º/1 do DL n.º 24/2014, de 14/02 relativo à proteção dos consumidores nos contratos à distância *ex vi* art.º 9º/7 da Lei n.º 24/96, de 31/07 relativa à defesa dos consumidores.

Nesta linha de proteção do investidor, o art.º 16º/2 do Regulamento permite que o promotor indique no documento da IFIFC qual o prazo que o investidor tem para revogar a aceitação da oferta caso tal lhe seja permitido. Precisamente por nem sempre ser dada ao investidor a oportunidade de revogar a aceitação da oferta levantam-se algumas questões.

Poderíamos dizer que os investidores não qualificados¹⁴⁰, sendo considerados consumidores, teriam sempre o direito à livre resolução do contrato no prazo de 14 dias. Este direito aplica-se aos contratos celebrados à distância – art.º 10º/1 do DL 24/2014 – e aos contratos celebrados à distância relativos a serviços financeiros – art.º 19º/1 do DL n.º 95/2006 de 29/05. O problema coloca-se pois muitas vezes não estamos perante relações entre comerciantes e consumidores, nem perante a oferta de serviços financeiros. Na maioria das vezes, mesmo no caso do financiamento colaborativo por empréstimo cujo contrato subjacente seja um mútuo, nada impede que as duas partes sejam consumidores, ou seja, que o mutuário seja uma pessoa singular que não tem interesses profissionais na requisição do empréstimo. Porém, caso esteja subjacente uma emissão de obrigações tal já não se aplica. No caso dos serviços financeiros, pode nunca haver lugar à prestação de serviços financeiros. Fora destas situações, se o promotor entender que não é possível a revogação da aceitação da oferta ou estipular um prazo inferior a 14 dias, o investidor não adquire o direito à livre resolução uma vez que nem o RJFC nem o Regulamento prevêem esta faculdade¹⁴¹.

Uma outra questão que se levanta a propósito da tutela (ou da falta dela) é o facto de não existir nenhum fundo de garantia que proteja os investidores em situação de impossibilidade de restituição dos montantes investidos¹⁴². Considerando os riscos da atividade propomos que seja criado um fundo de garantia capaz de proteger os investidores do art.º 12º/1 do Regulamento, até um determinado montante, em situações em que estes vêem o seu investimento perdido.

¹⁴⁰ Os que não integram o elenco do art.º 12º/2 do Regulamento.

¹⁴¹ Belezas, *Crowdfunding* cit., 97-98

¹⁴² Santos, *Regime* cit., 673

A existência destes fundos não é uma novidade no nosso sistema e mostra-se bastante pertinente para o financiamento colaborativo. Temos, por exemplo, o FGD que abrange todas as pessoas que detenham contas de depósito junto de uma instituição de crédito que nele participe. Desde que essas pessoas não sejam consideradas clientes institucionais, não estejam numa situação de condenação por branqueamento de capitais ou, não detenham mais do que 2% do capital social da respetiva instituição de crédito nos 2 anos anteriores à adoção da medida de resolução ou da verificação da indisponibilidade dos depósitos, o FGD cobre os montantes perdidos pelos clientes da instituição. É um fundo que transmite segurança aos depositantes, tendo um limite máximo de garantia por pessoa de €100.000¹⁴³. À semelhança do FGD, mas na vertente do investimento, temos o SII criado pelo DL n.º 222/99, de 2/06 (art.º 1º/1) para proteção dos investidores em situações em que a entidade nele participante não tenha os meios necessários para restituir o montante investido em instrumentos financeiros¹⁴⁴ que pertençam aos investidores. O SII cobre situações que envolvam instrumentos financeiros que os investidores depositem ou que sejam geridos pelos intermediários financeiros, bem como cobre os casos de dinheiro depositado junto do intermediário com o único fim de ser investido em instrumentos financeiros. À semelhança do FGD também ficam fora da proteção algumas pessoas, nomeadamente os investidores institucionais. Pelo SII ficam apenas protegidos os investidores não qualificados, porém tem um limite monetário mais pequeno de €25.000¹⁴⁵.

Considerando a importância que estes dois fundos têm junto dos investidores quando o intermediário financeiro ou instituição de crédito falham, julgamos ser da maior coerência a criação de um fundo que funcione de forma semelhante e proteja os investidores em financiamento colaborativo por empréstimo. Certo é que os investidores que apliquem os seus fundos em obrigações no âmbito deste financiamento, estarão, à partida, abrangidos pelo SII na medida em que lhes é dada esta proteção por meio da aplicação do regime do contrato subjacente. Terá toda a coerência a proteção pelo SII dos investidores nesta situação, contudo a lei não é absolutamente clara relativamente a esta proteção. Apesar da proteção existir, continuam a ficar desprotegidos os investidores que aloquem os fundos em contratos de mútuo. Uma vez que a plataforma não responde por

¹⁴³ Vide <https://www.fgd.pt/perguntas-frequentes>, consultado a 20/01/2019

¹⁴⁴ São cobertos os instrumentos financeiros elencados na Secção C do Anexo I da DMIF II.

¹⁴⁵ Vide <http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/SistemaDeIndemnizacaoAosInvestidores/FAQSII/Pages/Respostas-as-perguntas-mais-frequentes.aspx#1>, consultado a 20/01/2019

incumprimento dos promotores, o investidor fica totalmente desprotegido, sendo muito complicado reaver os fundos que investiu naquela oferta.

IV. Principais meios de financiamento e de investimento tradicional e o investimento e financiamento através de financiamento colaborativo por empréstimo

O sistema financeiro funciona graças a dois grupos que nele atuam – os devedores (necessitam de financiamento) e os aforradores (têm recursos em excesso).

São os aforradores que, por terem excedentes financeiros, vão auxiliar os agentes que precisam desses recursos. Vão mutuar os seus recursos e, em retorno, receberão uma recompensa monetária. Com esta alocação de recursos, os aforradores estão a investir – são investidores.

Por seu turno, são devedores aqueles que recebem os fundos dispensados pelos investidores a fim de obterem uma melhor e maior liquidez financeira para desenvolverem os seus projetos.

Neste capítulo propomo-nos analisar as duas perspetivas, considerando algumas das ofertas de investimento e financiamento disponíveis no mercado.

Começaremos por abordar a perspetiva do investidor e, em seguida, a perspetiva do devedor.

1. Perspetiva do investidor

1.1. Principais formas de investimento tradicional

Um dos objetivos desta dissertação é a análise das vantagens que advêm para investidores se alocarem os seus fundos aos meios tradicionais ou antes a novas formas de investimento como o financiamento colaborativo por empréstimo.

O financiamento colaborativo por empréstimo, como já tivemos oportunidade de analisar, assenta em dívida e a sua remuneração é feita através do pagamento de um juro

ao mutuário. Posto isto importa realizar a comparação com produtos semelhantes. No campo do financiamento por dívida, o mais tradicional é o financiamento através de obrigações.

Nos termos do art.º 1º/1 b) CVM, uma obrigação é um valor mobiliário. Uma obrigação é um documento que comporta um direito de crédito que pertence ao titular da obrigação – o obrigacionista. Este direito de crédito permitirá ao obrigacionista exigir a restituição do montante emprestado na data da maturidade, juntamente com um determinado montante de juros que serão pagos de forma periódica ou, totalmente, na maturidade. *Lato sensu* é um mútuo que a entidade emitente das obrigações celebra com o obrigacionista¹⁴⁶. Em suma, uma obrigação é um título representativo de um direito de crédito.

As obrigações podem assumir várias formas, pelo que o investidor pode escolher qual a modalidade que mais lhe aprez no momento da subscrição.

Um dos elementos que importa no momento de escolher uma obrigação é a taxa de juro associada. Os juros podem ser fixos, ou seja, são fixados no momento da emissão e mantêm-se inalterados até à maturidade, ou podem ser variáveis. Quando uma obrigação tem associada uma taxa variável, significa que os juros estão indexados a uma taxa de referência internacional (por exemplo, EURIBOR) mas não só. Podem ser calculados tendo por base a evolução económica da sociedade ou a própria rentabilidade da obrigação – é o caso das obrigações participantes previstas nos arts.º 360º, a) e b) e 361º do CSC¹⁴⁷. Verdade é que o pagamento de juros não é condição de validade de uma obrigação. Consoante as necessidades do investidor, este pode ter interesse em prescindir do seu pagamento e subscrever uma obrigação de cupão zero que, atentas as suas características não pagam cupão¹⁴⁸, reembolsando o valor mutuado na maturidade. Este cenário pode trazer benefícios ao investidor – muitas vezes são emitidas abaixo do valor nominal ou há lugar ao pagamento de um prémio na maturidade. Por outro lado, pode optar pelas obrigações perpétuas¹⁴⁹ que nunca reembolsam o capital investido, pagando juros eternamente, podendo ter interesse por funcionarem como um rendimento certo para o investidor ao longo dos anos.

¹⁴⁶ Cordeiro, Manual cit., 158

¹⁴⁷ Cordeiro, Manual cit., 162

¹⁴⁸ Rendimento das obrigações; taxa de juro paga por uma obrigação.

¹⁴⁹ Muito comuns quando é emitida dívida soberana.

Contudo, não só em termos de remuneração se dividem as obrigações. A distinção também pode ser feita pelo critério do grau de proteção que conferem ao investidor. Relativamente a este critério apresentam-se dois cenários.

Se o obrigacionista pretender uma maior proteção contra um eventual incumprimento ou insolvência do emitente, deverá subscrever obrigações hipotecárias. Regidas pelo DL n.º 59/2006, de 20/03, apenas podem ser emitidas por instituições de crédito (art.º 2º), atribuindo ao seu titular um privilégio creditório especial sobre os créditos hipotecários que lhes subjazem (art.º 3º). Aquando da sua emissão é constituído um património autónomo que não responde pelas dívidas da entidade emitente, garantindo-se assim o pagamento aos obrigacionistas (art.º 4º). Geralmente pagam menos juro pois comportam um risco de incumprimento muito reduzido. Na mesma linha de proteção temos as obrigações titularizadas regidas pelo regime imposto pelo DL n.º 453/99, de 5/11. Apenas podem ser emitidas por sociedades de titularização de créditos (art.º 39º), conferindo aos obrigacionistas um privilégio creditório especial (art.º 63º) pois os bens afetos às obrigações constituem um património autónomo (art.º 62º)¹⁵⁰.

Porém, se o investidor pretende obter uma maior remuneração deverá subscrever as obrigações subordinadas que conferem pouca proteção aos obrigacionistas pois em caso de insolvência do emitente, estes credores serão os últimos a serem reembolsados. Estas obrigações contêm uma cláusula de subordinação que implica que, perante a insolvência do emitente, o obrigacionista seja reembolsado do capital em dívida só após todos os demais credores de dívida não subordinada serem reembolsados. Contudo, há a notar que estes obrigacionistas mantêm a posição de credores, sendo sempre reembolsados primeiro que os acionistas da entidade emitente. Precisamente por comportarem um risco maior, permitem obter um maior rendimento pois pagam uma taxa de juro superior a fim de compensar o risco que o obrigacionista corre ao subscrevê-las.

Para proteção da sua posição, os obrigacionistas gozam de vários direitos previstos nos arts.º 355º a 359º CSC. Podem reunir em assembleia de obrigacionistas e ser representados por um representante comum nas relações com o emitente (arts.º 355º e 357º do CSC, respetivamente). Esta proteção concretiza-se ainda em vários direitos como o direito a aceder a informação pública, direito a opor-se a fusões (arts.º 101º-A e 101º-C

¹⁵⁰ Cordeiro, Manual cit., 163

CSC) e a deveres de lealdade¹⁵¹ por parte dos administradores para com os obrigacionistas (art.º 64º do CSC)¹⁵².

1.2. Condições oferecidas pelo investimento em obrigações

Quando um investidor subscreve obrigações terá de ter em conta quais as condições oferecidas pelo investimento que vai realizar.

Propomo-nos averiguar neste ponto as condições que são geralmente oferecidas aos obrigacionistas. Faremos uma breve análise do mercado e do que é oferecido em termos de remuneração e maturidade, averiguaremos ainda quais os meios que os obrigacionistas têm ao seu dispor caso existam problemas com o seu investimento.

Cumprir começar por analisar as características da obrigação que o investidor deve ter em conta quando decide investir.

Consoante o tipo de obrigação que pense subscrever deve ter em conta o seu valor nominal¹⁵³ e o preço de emissão¹⁵⁴ para poder perceber se está a subscrever uma obrigação a baixo do par, ao par ou acima do par. Este é um dado importante para que consiga perceber se a obrigação está sobrevalorizada (acima do par) ou subvalorizada (abaixo do par) no mercado. A par desta informação, deve ter em consideração se a obrigação paga ou não cupões (obrigações de cupão zero). No caso de pagar cupão, deverá ter em atenção a taxa de juro associada e se esta é fixa ou variável. Com base nesta informação conseguirá calcular o rendimento que obterá ao longo do período em que o cupão vai ser pago até à maturidade. Aliada à questão do cupão está a periodicidade com que este é pago. Os cupões podem ser pagos com uma periodicidade mensal, trimestral, semestral ou anual. Outra característica importante na análise do investimento é a forma como o capital investido vai ser reembolsado, ou seja, se o reembolso é feito parcialmente durante o prazo para a maturidade¹⁵⁵ ou se apenas é reembolsado na maturidade¹⁵⁶.

¹⁵¹ O dever de lealdade está sujeito ao princípio da materialidade subjacente, ou seja, circunscreve-se aos atos e omissões que comportem um desequilíbrio excessivo na relação emitente/obrigacionista ou que acarretem deliberadamente um grande prejuízo para os obrigacionistas.

¹⁵² Cordeiro, Manual cit., 165-166

¹⁵³ Valor facial da obrigação.

¹⁵⁴ Valor que o obrigacionista paga no momento da subscrição do título.

¹⁵⁵ Prazo que decorre entre a data de emissão da obrigação e a data de vencimento.

¹⁵⁶ Momento em que a obrigação vence e se extingue.

À semelhança do financiamento colaborativo¹⁵⁷, também a subscrição de obrigações comporta riscos.

De entre vários riscos inerentes à subscrição de valores mobiliários¹⁵⁸, o risco de crédito é o que mais afeta os obrigacionistas, na medida em que uma das maiores incertezas que enfrentam é o cumprimento por parte da entidade emitente; no fundo, é o risco de a entidade entrar em insolvência e não conseguir reembolsar os obrigacionistas.

Por forma a ajudar a mitigar os riscos associados à subscrição de obrigações, o emitente está obrigado pelo art.º 134º/1 CVM a divulgar um prospecto¹⁵⁹ junto dos investidores que deve conter informação detalhada sobre a emissão e cujo conteúdo deve obedecer ao estipulado no art.º 135º/1 do CVM.

Ao subscrever obrigações, o investidor tem duas hipóteses – adquirir-las em mercado primário ou adquirir-las em mercado secundário.

Caso recorra ao mercado primário, estará a adquirir títulos novos. Pese embora este seja um mercado especialmente dirigido a investidores institucionais, também os outros investidores podem aceder aos títulos ali negociados quando sejam lançadas ofertas públicas destinadas a investidores no geral. Para aceder a estes títulos, basta dar uma ordem de subscrição ao seu intermediário financeiro. Se a emissão em mercado primário não lhes seja acessível, podem sempre adquirir as obrigações se forem negociadas em mercado secundário.

Caso opte por recorrer ao mercado secundário, o obrigacionista terá que ter em atenção alguns elementos. Desde logo tem de verificar qual o preço a que os títulos foram colocados no mercado primário pois é esse o valor que vai ser reembolsado na maturidade. Devem ter em atenção o preço de negociação em mercado secundário pois é este o preço pelo qual o investidor vai subscrever a obrigação. O investidor deve sempre comparar os dois preços pois, caso adquira o título a um preço superior, terá que avaliar se a diferença de preço compensa face ao que vai ganhar no reembolso e no pagamento de juros até à maturidade¹⁶⁰.

¹⁵⁷ Vide ponto 5.1.

¹⁵⁸ Por exemplo, risco de mercado, risco sistémico, risco de liquidez, etc.

¹⁵⁹ O conteúdo do prospecto é aprovado pela CMVM – art.º 114º/1 CVM

¹⁶⁰ Guia das Obrigações disponibilizado em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Obrigacoes.pdf>, consultado a 26/7/2019

Na hipótese de o obrigacionista adquirir o título em mercado primário e, posteriormente o queira transacionar pode fazê-lo em mercado secundário, tendo de ter sempre em consideração o preço a que a obrigação está a ser negociada no mercado secundário para que não perca dinheiro.

1.3. Condições oferecidas pelas principais plataformas portuguesas de financiamento colaborativo por empréstimo

As plataformas de financiamento colaborativo são um foco de investimento que se pode mostrar muito rentável para os investidores quando comparado com o investimento em obrigações. Vejamos alguns casos concretos.

Caso decidam investir nas ofertas publicitadas na plataforma *Raize*¹⁶¹, estarão a investir em PME portuguesas, fomentando a economia nacional. A *Raize* estabelece um valor mínimo de 20€ de investimento por cada oferta, sendo a remuneração do empréstimo feita mediante o pagamento de prestações mensais. Caso o investidor necessite de liquidez imediata, por estar financeiramente impedido de esperar pela maturidade, pode ceder o seu empréstimo a outros investidores, desde que estejam reunidas determinadas condições¹⁶². Não são cobradas quaisquer comissões¹⁶³ ao investidor, pelo que tudo o que o investidor recebe é retorno. A média das taxas de juro praticadas está acima dos 6,38%.

Trata-se porém de um investimento e, por isso, existirão sempre riscos associados. As estatísticas feitas pela *Raize*¹⁶⁴ demonstram que apenas 0,88% do crédito vencido tem capital em atraso há mais de 45 dias, estando em recuperação, e apenas 2,90% do crédito concedido é considerado incobrável. A fim de ajudar a mitigar o risco de incumprimento a *Raize* assegura que não são concedidos empréstimos a empresas que estejam em incumprimento no pagamento das suas dívidas e, analisa cada PME para averiguar se cumprem os critérios mínimos de segurança contratual. Adicionalmente são pedidas

¹⁶¹ Vide <https://www.raize.pt/investidores/como-investir>, consultado a 21/7/2019

¹⁶² Para que possa ceder o seu crédito este não pode estar em atraso ou recuperação, nem o promotor se pode ter atrasado nas últimas 3 prestações; o empréstimo tem de ter mais que um dia e não pode ter menos de 2 prestações por pagar, nem ter sido alvo de reestruturação. Todas estas cessões e aquisições serão feitas pelo valor nominal do empréstimo que corresponde ao montante em falta na data da cessão, não incluindo nenhum valor referente a juros futuros.

¹⁶³ Vide <https://www.raize.pt/institutional>, consultado a 21/7/2019

¹⁶⁴ Vide <https://www.raize.pt/stats>, consultado a 21/7/2019

garantias pessoais ao representante legal do promotor, sendo que nos casos de investimento em créditos para adiantamento de faturas, há sempre uma garantia que está associada à fatura emitida pelo promotor. Caso haja problemas no reembolso, a *Raize* gere todo o processo de recuperação de crédito e, se necessário, recorre a escritórios especializados na matéria¹⁶⁵.

Na plataforma *Go Parity* as ofertas disponíveis relacionam-se com o setor energético, permitindo aos investidores o investimento em projetos sustentáveis. O investimento mínimo é de 20€ por oferta, devendo para tal registar-se, carregar a sua conta com um mínimo de 50€. No caso concreto da *Go Parity*, o investidor tem a vantagem adicional de estar a investir num projeto ambientalmente sustentável. O risco em que os investidores incorrem é tendencialmente baixo pois a plataforma certifica-se que todos os projetos podem ser bem-sucedidos. Para tal, e a fim de minimizar o risco de falência do promotor, tende a certificar-se que apresentam uma situação financeira equilibrada e que prestam garantias adequadas ao projeto. Por forma a minimizar situações de atraso na implementação do projeto, gerando assim uma menor rentabilidade, a plataforma procede sempre a uma verificação prévia do mesmo, averiguando a capacidade técnica do instalador, e confere a existência de todas as licenças que se mostrem necessárias. A *Go Parity* não cobra comissões, sendo apenas cobrada uma taxa de cessão de créditos de 1% do valor do capital vincendo¹⁶⁶.

A plataforma *Clicinvest* oferece os mais variados tipos de ofertas para investimento. Visa estimular o crescimento sustentável da economia portuguesa e oferecer a quem tenha algumas poupanças uma forma rentável de aplicar os seus excedentes monetários. Do ponto de vista que agora analisamos, a plataforma oferece várias condições favoráveis à sua escolha no momento do investimento¹⁶⁷. A taxa de juro praticada na *Clicinvest* varia entre os 3,3% e 9,3%, sendo esta taxa proporcional ao risco que o investidor assume, sendo o retorno e o pagamento de juros feito mensalmente. Pese embora exista um risco associado ao investimento, todos os promotores que ali publicitam as suas ofertas foram sujeitos a um criterioso processo de avaliação de risco. Este processo começa por uma triagem automática onde são rejeitadas ofertas de promotores cujo *score Iberinform*¹⁶⁸

¹⁶⁵ Vide <https://www.raize.pt/faq>, consultado a 21/7/2019

¹⁶⁶ Vide <https://goparity.com/themes/goparity-20/assets/documents/precario.pdf>, consultado a 28/7/2019

¹⁶⁷ Vide <https://www.clicinvest.pt/investir/>, consultado a 21/7/2019

¹⁶⁸ Este *score* «é um sistema de avaliação que mede a probabilidade de incumprimento de uma empresa a 12 meses. (...) classificação baseada num modelo de análise de cobertura mundial, compatível com as

seja inferior a 4 por representarem risco elevado, as que pertençam a promotores com atividade iniciada há menos de 2 anos e as que pertençam a promotores que tenham dívidas ao fisco e/ou tenham contra si processos judiciais pendentes. Passada esta triagem automática é realizada uma triagem manual onde serão novamente avaliadas e serão excluídas as PME que demonstrem não ter capacidade financeira para fazer face a um empréstimo. Quanto ao investimento, há um limite mínimo de 10€ por investimento, estando os investidores sujeitos ao limite máximo imposto pelo art.º 12º/1 do Regulamento. Por forma a oferecer maior segurança ao investidor, todos os empréstimos estão avalizados pela chefia ou sócios dos promotores. Havendo incumprimento do reembolso pelo promotor, a plataforma entrega o processo à Gestifatura¹⁶⁹ para que proceda à recuperação dos créditos; em caso de insolvência, a plataforma atuará conjuntamente com a Gestifatura, por forma a conseguir reaver o máximo possível do montante em dívida por via judicial e extrajudicial, sendo o que for recuperado entregue a cada investidor na proporção do investimento que realizaram.¹⁷⁰

Analisadas as condições oferecidas pelas plataformas iremos comparar as ofertas por elas disponibilizadas com o investimento em obrigações.

1.4. Análise comparativa dos dois modos de investimento

Nos pontos anteriores pudemos ver que existem duas opções para os investidores alocarem os seus fundos por forma a rentabilizá-los. Nas duas opções abordadas – subscrição de obrigações e participação em campanhas de financiamento colaborativo – existem vantagens, mas também alguns riscos.

O que nos importa neste ponto é perceber, estando no papel do investidor, qual a opção mais vantajosa para este alocar o seu dinheiro, atentos os riscos e ganhos de cada uma das opções. Na análise teremos em conta os riscos, as vantagens e a proteção legal que lhes é conferida. Para tal veremos alguns casos reais de um e de outro modo de investimento.

regras financeiras internacionais dispostas no Acordo de Basileia II» in <https://www.clicinvest.pt/duvidas/>, consultado a 21/7/2019.

¹⁶⁹ Empresa associada da Associação Portuguesa de Empresas de Gestão e Recuperação de Créditos.

¹⁷⁰ Vide <https://www.clicinvest.pt/duvidas/>, consultado a 21/7/2019.

Começamos pelas obrigações e depois passaremos para as ofertas publicitadas nas plataformas.

1.4.1. Obrigações disponíveis no mercado

A fim de concretizar um pouco melhor o que se acabou de expor, analisaremos alguns exemplos de casos reais de subscrição de obrigações.

São vários os produtos oferecidos pelos intermediários financeiros aos potenciais investidores, existindo de momento algumas ofertas em curso. Da pesquisa efetuada pelo *site* de um conhecido intermediário financeiro¹⁷¹ das quais destacamos três exemplos de obrigações:

- 1) Obrigações emitidas pelo Banco Santander, S.A., representativas de dívida sénior. Emitidas a 08/04/2014, atingem a maturidade a 08/10/2019. Pagam cupão anual, sendo a taxa de cupão 2,13%¹⁷² e a sua cotação de mercado 100,5490%, implicando um preço (ASK) de 100,55€ Utilizando o simulador disponibilizado no *site* do Banco Invest¹⁷³, assumindo um investimento de 100.000€(investimento mínimo possível) e, considerando que o último cupão foi pago a 08/10/2018 e o próximo será pago a 08/10/2019, obtemos os seguintes resultados.

Em T0 (investimento inicial) o CF bruto é -100.550€¹⁷⁴ porque a cotação da obrigação está acima do par. Contudo, temos de ter em conta os juros corridos desde o último cupão que são 292 dias, logo, se comprar hoje não recebo 1.682,50€ No total o CF bruto inicial é de -102.232,50€ Em T1 (08/10/2019) que coincide com a maturidade, recebo o cupão pelo que o meu CF bruto é 2.125€e, é reembolsado o valor nominal da obrigação (100.000€). Face ao

¹⁷¹ Pesquisa feita no *site* do Banco Invest – <https://www.bancoinvest.pt/poupanca-e-investimento/titulos/obrigacoes> a 26/7/2019 pelo que os dados recolhidos são referentes a esta data.

¹⁷² A taxa de cupão explica-se por estarmos perante dívida sénior, ou seja, confere uma maior proteção ao obrigacionista em caso de insolvência do emitente. Adicionalmente o *rating* da Moody's é Aa1, ou seja, são obrigações de alta qualidade que comportam um risco muito baixo para o obrigacionista – Vide <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>, consultado a 27/7/2019, de onde consta a explicação do *rating* utilizado pela agência.

¹⁷³ Vide <https://www.bancoinvest.pt/poupanca-e-investimento/titulos/bonds/simulador>, consultado a 27/7/2019

¹⁷⁴ O valor apresenta-se negativo pois representa uma saída de dinheiro.

que investe (100.550€) e ao que recebe na maturidade ($2.125+100.000=102.125$ €), no final obtém $102.125-102.232,50 = -107,50$ €
A subscrever esta obrigação, o investidor irá perder 107,50€ Não compensa realizar um investimento tão próximo da maturidade quando uma obrigação está cotada acima do par.

- 2) Obrigações emitidas pela Caixa Geral de Depósitos, S.A. representativas de dívida sénior. Emitidas a 05/08/2009, atingem a maturidade a 05/08/2021. Pagam cupão anual, sendo a taxa de cupão 5,32%¹⁷⁵ e a sua cotação de mercado 104,4690%, implicando um preço (ASK) de 104,47€ Recorrendo ao simulador disponibilizado no *site* do Banco Invest¹⁷⁶ e, assumindo um investimento de 50.000€(investimento mínimo possível), considerando que o último cupão foi pago a 05/08/2018 e o próximo será pago a 05/08/2019, obtemos os seguintes resultados.

Em T0 (investimento inicial) o CF bruto é -52.234,50€¹⁷⁷ pois a cotação está acima do par. Contudo, temos de ter em conta os juros corridos desde o pagamento do último cupão que são 356 dias, logo, se comprar hoje não recebo 2.572,55€ No total o CF bruto inicial é de -54.807,55€ Em T1 (05/08/2019) é pago o cupão 1 pelo que o CF bruto é 2.660€, em T2 (05/08/2020) paga-se o cupão 2, sendo o CF bruto de 2.660€, em T3 (05/08/2021) paga o cupão 3, sendo o CF bruto de 2.660€e, é reembolsado o valor nominal da obrigação (50.000€). Face ao que investe (54.807,55€) e ao que obtém na maturidade ($3*2.660+50.000=56.780$ €), no final obtém $56.780-54.807,55€ = 1972,45$ €

Ao subscrever esta obrigação ganhará 1972,45€ compensando o investimento ainda que obrigação esteja cotada acima do par.

- 3) Obrigações emitidas pela NOS, SGPS, representativas de dívida sénior. Emitidas a 02/05/2018 e atingem a maturidade a 02/05/2023. Pagam cupão

¹⁷⁵ Esta taxa de cupão explica-se pelo facto de estarmos perante dívida sénior, ou seja, confere uma maior proteção ao obrigacionista em caso de insolvência do emitente e, porque o *rating* da Moody's é Ba1, ou seja, são obrigações consideradas especulativas, pelo que assumem um risco de crédito substancial. Por er associado um risco maior, a remuneração do obrigacionista também tem de ser maior, porforma a ser proporcional ao risco que corre – ver <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>, consultado a 27/07/2019, de onde consta a explicação do *rating* utilizado pela agência Moody's.

¹⁷⁶ <https://www.bancoinvest.pt/poupanca-e-investimento/titulos/bonds/simulador>, consultado a 27/7/2019

¹⁷⁷ O valor apresenta-se negativo pois representa uma saída de dinheiro.

anual, sendo taxa de cupão é 1,125%¹⁷⁸ e a sua cotação de mercado é 102,8290%, implicando um preço (ASK) de 102,83€ Utilizando o simulador disponibilizado no *site* do Banco Invest¹⁷⁹, assumindo um investimento de 100.000€(investimento mínimo possível) e, considerando que o último cupão foi pago a 02/05/2019 e o próximo será pago a 02/05/2020, obtemos os seguintes resultados.

Em T0 (investimento inicial) o CF bruto é -102.830€¹⁸⁰ porque a cotação está acima do par. Contudo, temos de ter em conta os juros corridos desde o último cupão pago que são 85, logo, se comprar hoje, o investidor não recebe 255,10€ No total o CF bruto inicial é de -103.085,10€ Em T1 (02/05/2020) recebe o cupão 1 pelo que o CF bruto é 1.125€, em T2 (02/05/2021) recebe o cupão 2 pelo que o CF bruto é 1.125€, em T3 (02/05/2022) recebe o cupão 3 pelo que o CF bruto é 1.125€, em T4 (02/05/2023) recebe o cupão 4 pelo que o CF bruto é 1.125€ e, é reembolsado o valor nominal da obrigação (100.000€). Face ao que investe (103.085,10€) e ao que recebe na maturidade ($4 \times 1.125 + 100.000 = 104.500$ €), no final obtém um ganho de $104.500 - 103.085,10 = 1414,90$ €

Ao subscrever esta obrigação ganhará 1414,90€ pelo que compensa o investimento ainda que obrigação esteja cotada acima do par.

Associados a estes ganhos há que ter em consideração todas as comissões associadas a este tipo de investimento e que são devidas aos intermediários financeiros.

De um modo geral aplicam-se as seguintes comissões – comissão de corretagem; comissão de custódia de títulos; comissão de reembolso; e, comissão de pagamento¹⁸¹. Está ainda associada uma taxa de subscrição de obrigações.

¹⁷⁸ Esta taxa de cupão explica-se pelo facto de estarmos perante dívida sénior, ou seja, confere uma maior proteção ao obrigacionista em caso de insolvência do emitente e, porque o *rating* da *Moody's* é Bbb-, ou seja, são obrigações que têm associada uma certa especulação, pelo que assumem um risco de crédito mediano. Dessarte, a remuneração do obrigacionista terá que ser maior, por forma a ser proporcional ao risco que corre – vide <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>, consultado a 27/7/2019, de onde consta a explicação do *rating* utilizado pela agência.

¹⁷⁹ Vide <https://www.bancoinvest.pt/poupanca-e-investimento/titulos/bonds/simulador>, consultado a 27/7/2019.

¹⁸⁰ O valor apresenta-se negativo pois representa uma saída de dinheiro.

¹⁸¹ Vide <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Obrigacoes.pdf>, consultado a 27/7/2019

No caso do Banco *Invest*, o investidor pode gastar algum dinheiro com a subscrição de obrigações¹⁸². Se subscrever as obrigações por via *online* e o faça no mercado *Euronext* Lisboa, terá de pagar uma comissão de 0,15% sobre o montante investido, sujeito a um mínimo de 15€ por ordem de subscrição. Adicionalmente pagará uma comissão devida pelo uso do *BondTrader Online* que, para operações até €75.000 é de 0,2% e para operações superiores a €75.000 é de 0,15% do valor investido¹⁸³. No momento do pagamento do cupão é cobrada uma taxa de 2%¹⁸⁴ sobre o montante pago e, aquando do reembolso é cobrada uma taxa de reembolso de capital de 0,2%¹⁸⁵ (ambas estão sujeitas a um mínimo de 5€). Terá ainda de pagar uma taxa de bolsa de 2€ para operações de valor inferior a €75.000 e uma taxa de 0,035% para operações de valor igual ou superior; contudo está isento das comissões de custódia. Para o caso concreto das obrigações mencionadas ficaríamos com o seguinte cenário:

- Obrigações Banco Santander, S.A.: comissão de corretagem – 301,66€ comissão de custódia – 0€, comissão de pagamento de cupão – 42,5€ comissão de reembolso – 35€ Total de comissões: 379,16€ Somando a este o valor final do investimento, o obrigacionista tem um prejuízo de 8.804,16€
- Obrigações Caixa Geral de Depósitos, S.A.: comissão de corretagem – 182,82€ comissão de custódia – 0€, comissão de pagamento de cupão – 45,20€ por cupão (pelos 3 cupões paga 135,60€); comissão de reembolso – 2€ Total de comissões: 320,42€ Somando a este o valor final do investimento, o obrigacionista tem um ganho de 1652,03€
- Obrigações NOS, SGPS: comissão de corretagem – 308,49€ comissão de custódia – 0€, comissão de pagamento de cupão – 22,50€ por cupão (pelos 4 cupões paga 90€); comissão de reembolso – 35€ Total de comissões: 433,49€ Somando a este o valor final do investimento, o obrigacionista tem um ganho de 981,41€

Averiguadas as condições oferecidas pela subscrição de obrigações passemos à análise das condições oferecidas por duas plataformas portuguesas de financiamento colaborativo por empréstimo.

¹⁸² Vide preçário do Banco Invest, disponível em <https://web3.cmvm.pt/SDI/IFs/docs/PPR000141020170331.pdf>, consultado a 28/7/2019

¹⁸³ Comissões de corretagem

¹⁸⁴ Comissão de pagamento de cupão

¹⁸⁵ Comissão de reembolso

1.4.2. Ofertas disponíveis nas plataformas de financiamento colaborativo

São várias as ofertas disponibilizadas pelas plataformas a operar no mercado, contudo, relativamente às ofertas analisadas *supra*, só obtivemos informações de ofertas publicitadas nas plataformas *Go Parity* e *Clicinvest*.

A *Go Parity* disponibiliza as seguintes ofertas finalizadas e financiadas a 100%¹⁸⁶, cujo montante mínimo de investimento era €20:

- Projeto para instalação de painéis LED¹⁸⁷ que pretendia a angariação de €5.220. A TANB associada à oferta é de 5,25%¹⁸⁸ e o prazo de reembolso são 4 anos. Nestas condições, caso invista €1000, haverá lugar ao pagamento de uma prestação mensal de €7,68. Por ter na base um contrato de mútuo, o investidor não tem acesso ao SII mas, para ajudar a mitigar o risco da oferta, o financiamento está garantido por um penhor de equipamento e por uma fiança do Presidente da direção.
- Projeto para aquisição de um Tuk Tuk elétrico¹⁸⁹ que pretendia a angariação de €17.040. A TANB associada à oferta é de 3,60%¹⁹⁰ e o prazo de reembolso são 5 anos. Nestas condições, caso invista €1000, haverá lugar ao pagamento de uma prestação mensal de €40,90. Tem na base um contrato de mútuo, impedindo o investidor de aceder ao SII, contudo, esta oferta tem associado um penhor do equipamento e uma fiança do sócio da empresa.

Na *Clicinvest* as seguintes ofertas finalizadas e financiadas a 100%¹⁹¹, cujo o montante mínimo de investimento era 10€

- Afim de suprir necessidades de Fundo de Maneio de uma PME na área da tecnologia, o promotor pediu financiamento de €10.000. A TANB associada

¹⁸⁶ As prestações são calculadas tendo por base a fórmula disponibilizada pela plataforma nas “Condições Gerais”, disponíveis em https://goparity.com/themes/goparity-20/assets/documents/Condicoes_gerais_062018.pdf, consultado a 29/07/2019

¹⁸⁷ Vide <https://goparity.com/pt/projeto-ficha/20>, consultado a 29/07/2019

¹⁸⁸ Pela tabela da Iberinform, este investimento tem um *score* 5, representando uma probabilidade de incumprimento de 1,5%.

¹⁸⁹ Vide <https://goparity.com/pt/projeto-ficha/28>, consultado a 29/07/2019

¹⁹⁰ Pela tabela da Iberinform, este investimento tem um *score* 6, representando uma probabilidade de incumprimento de 0,8%.

¹⁹¹ As prestações são calculadas tendo por base a fórmula disponibilizada pela plataforma em <https://www.clicinvest.pt/duvidas/>, consultado a 21/07/2019

à oferta é de 4,540% e o prazo para reembolso de 30 meses. Nestas condições, caso invista €1000, haverá lugar ao pagamento de uma prestação mensal de €61,68. O investidor celebra um contrato de mútuo, impedindo o seu acesso ao SII.

- Para fazer face a despesas de expansão e crescimento numa PME na área dos transportes e armazenagem, o promotor pediu um empréstimo de €10.000. A TANB associada à oferta é de 6,415% e prazo para reembolso de 30 meses. Nestas condições, caso invista €1000, haverá lugar ao pagamento de uma prestação mensal de €70,90, sendo celebrado um contrato de mútuo.

Após analisar alguns das ofertas disponíveis para investimento cabe tentar perceber qual dos produtos de investimento traz mais vantagens ao investidor.

1.5. Comparação entre obrigações e ofertas de financiamento colaborativo

Numa primeira leitura do panorama proporcionado pela subscrição de obrigações, parece que, de um modo geral, a final, o investidor obterá um ganho maior. Será mesmo assim? Cremos que não.

O investimento em obrigações implica um montante mínimo de investimento maior, podendo atingir valores superiores a €50.000 não havendo, todavia, limites máximos ao investimento. As taxas de juro, por sua vez, não divergem muito das que são praticadas no financiamento colaborativo. Quanto ao modo de reembolso e pagamento de juros, regra geral, os cupões tendem a ser anuais e o reembolso do capital investido ocorre na maturidade. Este elemento provoca um risco de incumprimento pelo emitente, na medida em que pode ter maiores dificuldades em reembolsar os capitais emprestados. Por outro lado, em termos de gestão orçamental, pode não ser muito vantajoso para o investidor pois só receberá o montante mutuado na maturidade. Isto leva-nos a outra questão – os prazos. Geralmente os prazos são mais longos, permitindo ao investidor a obtenção de um rendimento anual por mais tempo. Contudo implica um lapso temporal maior até ao reembolso do capital. Adicionalmente há a ter em conta as comissões que o investidor tem a pagar ao intermediário financeiro, implicando uma redução do retorno total do investimento. Outro ponto a considerar são as flutuações do preço de mercado. Ao

adquirir uma obrigação em mercado secundário, o investidor pode sofrer uma perda face ao real valor do título que subscreve. A cobrir os riscos em que se incorre, o SII¹⁹² protege uma parte do investimento. De um modo geral, concluímos que a subscrição de obrigações apenas está acessível a grandes investidores atentos os montantes mínimos que estão em causa.

No caso do financiamento colaborativo, os montantes mínimos de investimento são muito inferiores, tornando-se mais acessível à generalidade das pessoas que pretendam investir, contudo o montante máximo de investimento por oferta e por ano está limitado legalmente. As taxas de juro são apelativas e pagas mensalmente juntamente com uma parcela de reembolso do capital mutuado. Considerando que o investidor tem interesse em rentabilizar o seu investimento, o facto de ser reembolsado ao longo dos meses, permite-lhe uma melhor rentabilização de fundos e uma maior disponibilidade para reinvestir. Associado a este facto temos prazos mais curtos o que significa que o investidor recebe a prestação por menos tempo mas, como vai sendo reembolsado mensalmente, diminui-se o risco de incumprimento pelo promotor pois, caso incumpra, há sempre um montante que fica assegurado por já ter sido pago. Não obstante estas vantagens, os investidores não se encontram protegidos pelo SII nem pelo FGD. A fim de colmatar esta falha, os investidores podem contar com a plataforma em caso de incumprimento do promotor na medida em que esta agiliza todo o processo por trabalharem conjuntamente com empresas de recuperação de créditos.

De um modo geral, entendemos que para o investidor comum – aquele que tem poupanças não muito significativas que quer rentabilizar – o recurso ao investimento em financiamento colaborativo por empréstimo será a melhor opção.

2. Perspetiva das empresas

Fruto da evolução tecnológica, da evolução dos mercados e do sistema financeiro, hoje em dia as empresas têm ao seu dispor várias opções de financiamento que não se cingem apenas às opções oferecidas pelas instituições bancárias. Dispõem, por exemplo,

¹⁹² Vide p.45-46

do recurso ao crédito através do financiamento colaborativo por empréstimo, acessível através das plataformas.

Neste ponto propomo-nos a abordar com maior profundidade os meios de financiamento que estão ao dispor das empresas portuguesas. Pretendemos comparar alguns dos meios tradicionais disponíveis com este novo meio de financiamento oferecido pelas plataformas.

Para que o nosso estudo seja proveitoso e, na medida da comparação que pretendemos realizar, abordaremos apenas as PME por serem estas o público alvo do financiamento oferecido por plataformas.

Comecemos por analisar a forma de financiamento mais tradicional disponível no mercado – o crédito bancário – que, visa essencialmente duas coisas: apoio ao investimento e à tesouraria. Posteriormente, analisaremos o financiamento através de plataformas.

2.1. Principais formas de financiamento tradicionais

Quando pensamos em opções de financiamento para uma PME, invariavelmente vem à ideia o recurso ao crédito bancário. É um meio de financiamento antigo na sociedade e, disponibilizado por instituições bancárias o que, logo à partida transmite uma maior confiança no momento de escolher o modo pelo qual se vão financiar.

O crédito bancário, oferece várias opções de financiamento a quem dele necessite. De um modo geral, destacam-se os seguintes produtos que se podem mostrar interessantes a uma PME.

Podem recorrer ao empréstimo a médio/longo prazo que está pensado para as PME que queiram desenvolver projetos de expansão ou modernização. Este produto consubstancia-se num contrato de mútuo bancário, constituindo um ato de comércio autónomo. Comporta elementos do mútuo civil – o objeto (dinheiro – art.º 1142º CC) – e, elementos do mútuo comercial – a onerosidade do contrato (art.º 362º CCom); contudo a sua estrutura é diferente em vários aspetos. A forma do mútuo bancário é mais ligeira. Aplica-se o art.º único do DL n.º 32765, de 29/04/1943 que permite a celebração do contrato por escrito particular, ainda que o mutuário não seja comerciante. Após a sua

celebração o banco fica obrigado a disponibilizar em conta o montante acordado aquando da celebração do mútuo. O crédito a médio/longo prazo é uma modalidade de mútuo bancário que se caracteriza pelo prazo que estabelece – será sempre um prazo superior a 1 ano e, geralmente inferior a 40 anos, no entanto alguns bancos estabelecem um prazo máximo muito inferior¹⁹³ (art.º 4º/1 e 2 do DL n.º 58/2013, de 08/05). Neste caso concreto será um crédito empresarial por ser concedido a uma empresa. A remuneração é acordada entre as partes e será feita mediante o pagamento de um juro geralmente indexado à Euribor¹⁹⁴ como contrapartida pela disponibilização do capital, sendo, em regra, solicitada a prestação de garantias ao cliente¹⁹⁵. Regra geral os bancos estabelecem o plano de reembolso de acordo com o fim a que o empréstimo se destina e tendo por base o momento em que o projeto vai começar a gerar fluxos de caixa para o mutuário.

Outro produto bancário ao dispor das PME é a locação financeira (*leasing*) mobiliária¹⁹⁶¹⁹⁷. Prevista no art.º 1º do DL n.º 149/95, de 24/06 é um contrato através do qual o banco (locador) se obriga a ceder ao cliente (locatário), mediante pagamento de uma renda, o gozo de um bem móvel adquirido pelo locador por indicação do locatário e que, decorrido o período de cedência, este tem opção de compra mediante o pagamento do valor residual. O valor residual pode existir ou não, dependendo se foi pago um valor inicial. No caso do *leasing* mobiliário o objeto do contrato é um bem móvel (art.º 2º/1) podendo por isso ser celebrado por documento particular nos termos do art.º 3º/1 do mesmo DL. No que concerne ao prazo, este não deve exceder o tempo de vida útil do bem locado pelo que, para este tipo de *leasing*, varia entre os 6 meses e os 5 anos.

Numa linha diferente, mais focada no apoio à tesouraria, encontramos o *factoring* (cessão financeira) que, dada a sua natureza, é um crédito de curto prazo.

O *factoring*¹⁹⁸ é um acordo estabelecido entre a empresa e o banco em que esta cede parte ou totalidade dos seus créditos comerciais, para que o banco os administre e cobre

¹⁹³ A Caixa Geral de Depósitos estipula um prazo máximo de 7 anos para estes empréstimos – vide <https://www.cgd.pt/Empresas/Investimento-Capitalizacao/Pages/Credito-MLP.aspx>, consultado a 09/07/2019

¹⁹⁴ Um dos indexantes de referência no mercado financeiro europeu.

¹⁹⁵ Vasconcelos, L. Miguel Pestana, *Direito Bancário*, Almedina, 2017, 181-183

¹⁹⁶ Vasconcelos, Direito cit, 265-272

¹⁹⁷ Abordamos apenas a figura do *leasing* mobiliário uma vez que é a que mais se adequa à comparação pretendida. Entendemos que a referência ao *leasing* imobiliário apenas se mostraria pertinente caso fizéssemos uma comparação com o financiamento colaborativo por empréstimo especializado em empréstimos imobiliários.

¹⁹⁸ Vasconcelos, Direito cit, 232 e ss.

na data do vencimento (art.º 2º/1 do DL n.º 171/95, de 18/07). Com base no valor nominal dos créditos cedidos, o banco concede adiantamentos sobre essas faturas à empresa, permitindo-lhe receber em adiantado o valor das faturas cedidas. O banco adquire as faturas da empresa, permitindo assim um financiamento continuado. Pressuposto do recurso a este financiamento é a PME ter atividade que permita a existência de faturas. É um produto vantajoso pois a PME liberta-se de todo o processo de cobrança de faturas, permitindo um maior foco na área produtiva e comercial, reduzindo ainda possíveis prejuízos com faturas incobráveis.

Avaliados os meios de financiamento cabe ver em concreto quanto é que os bancos cobram pela sua contratação.

2.2. Análise do crédito bancário

São várias as opções que estão à disponibilidade das PME que requerem financiamento, contudo há que calcular todos os custos associados a uma operação de financiamento que serão suportados por si.

Olhando para os modos de financiamento *supra* analisados cabe tentar descortinar quais os custos associados à sua contratação. Teremos em consideração os preçários de dois grandes bancos nacionais – NovoBanco, SA e Millennium BCP, SA a fim de calcular os custos com as comissões¹⁹⁹ e com as taxas de juro²⁰⁰.

Num empréstimo a médio/longo prazo, caso contrate o crédito no NovoBanco, terá de pagar inicialmente uma comissão de montagem no valor mínimo de €500 e, durante o tempo de vigência do contrato pagar uma comissão de gestão anual de 2,15% sobre o montante contratado. Se pretender reembolsar antecipadamente o capital (parcial ou totalmente) terá de pagar uma comissão de 2,5% sobre o montante reembolsado, contudo sujeita ao mínimo de €250 por reembolso. Caso entre em incumprimento, pagará uma comissão de 4% sobre o valor da prestação vencida e não paga, acrescida de um juro

¹⁹⁹ Folheto das comissões e despesas relativo às operações de crédito – <https://www.novobanco.pt/SITE/cms.aspx?plg=621bf502-2d00-4ddf-86b0-dea3e250956e>, consultado a 30/5/2019 e; Folheto das comissões e despesas relativo às operações de crédito – <https://ind.millenniumbcp.pt/pt/Articles/Documents/precario/FCD.pdf>, consultado a 3/6/2019

²⁰⁰ Folheto de taxas de juro relativo às operações de crédito – <https://www.novobanco.pt/SITE/cms.aspx?plg=e136f039-6d67-4108-b288-e6e8bbfb90cf>, consultado a 30/5/2019; Folheto de taxas de juro relativo às operações de crédito – <https://ind.millenniumbcp.pt/pt/Articles/Documents/precario/FTJ.pdf>, consultado a 3/6/2019

de mora de 3%; esta comissão tem um mínimo de €12 e um máximo de €150. No total, caso não haja nenhum incumprimento ou reembolso, num crédito a 6 anos, a empresa tem um custo acrescido de €2000. A esta quantia acresce uma TAN Euribor a 1, 3, e 6 meses mais *spread* de 5% a 14,8%.

Se decidir contratar um empréstimo a médio/longo prazo com o *Millennium* BCP começará por pagar uma comissão de organização de 2% e, depois uma comissão de gestão de 2% que será paga anualmente. Esta comissão incide sobre o valor ainda não reembolsado, acrescentando €2,5 por cada prestação paga. Caso pretenda amortizar capital antecipadamente terá de o fazer com o mínimo de €500 e pagará comissão e 2,5%. Caso entre em incumprimento, se o valor em dívida for inferior ou igual a €50.000, a comissão será de 4% e, para valores superiores será 0,5%. No total, caso não haja nenhum incumprimento ou reembolso, num crédito de €10.000 a 6 anos, a empresa tem um custo acrescido de €13,38²⁰¹. A isto ainda acresce uma TAN Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses mais um *spread* de 7% a 16,5%.

Caso contrate um *leasing* no NovoBanco, pagará uma comissão de montagem de €52 para *leasing* superior a 3 anos juntamente com uma comissão mensal ou trimestral de €132. Se no termo do contrato, optar por exercer o direito de compra pagará uma comissão de €50 mais €30 por cada bem adquirido sujeito a registo. Caso durante o contrato haja cessão da posição contratual terá de pagar €65 mais €30 por cada em sujeito a registo. Se pretender reembolsar parte do capital terá de pagar €280 e, se pretender reembolsar totalmente pagará €385. Se a PME entrar em incumprimento, sujeita-se ao pagamento de uma comissão de 4% sobre o valor da prestação vencida e não paga, acrescida de um juro de mora de 3%. Numa situação normal, de um contrato a 4 anos com comissão trimestral, pagará €60. A este valor acresce uma taxa e juro que pode ser variável (TAN Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses mais *spread* 3,75% a 10%) ou fixa (TAN = 7,50%).

Se contratar o *leasing* no *Millennium* pagará uma comissão de dossier de 0,1% do valor do contrato, cujo mínimo são €150; uma comissão de processamento de €2,50/renda juntamente com uma comissão de gestão do contrato de €8 paga juntamente com cada renda. Todos os anos há lugar ao pagamento de uma comissão de agenciamento – 0,5%

²⁰¹ Assumindo que o reembolso é constante ao longo dos 72 meses, ou seja, todos os meses o devedor amortiza €138,88.

do valor anual do contrato. No final do contrato paga €30. Caso pretenda reembolsar antecipadamente o capital paga uma comissão com uma componente fixa de €175 e uma variável de 5% do valor reembolsado. Numa situação normal, de um contrato a 4 anos com comissão trimestral, pagará €784²⁰². No caso de entrar em incumprimento, se o valor em dívida for inferior ou igual a €50.000, a comissão a pagar é de 4% e, para valores superiores será 0,5%.

Se contratar o *factoring* no NovoBanco pagará uma comissão de contrato de €220 e uma comissão de manutenção de contrato de €80 sempre que este se renove. Por ano pagará €300. Adicionalmente pagará uma TAN Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses mais *spread* 3,5% a 7%.

Caso contrate o *factoring* no Millennium paga uma comissão de abertura de €200 mais o serviço de análise de devedores – €30/devedor. Paga ainda uma comissão de cessão de créditos entre 0,4% e 2% do valor da cessão e, anualmente uma comissão sempre que se renova o contrato de €400. No termo do contrato paga €300 e, caso venda a carteira de créditos paga €2000. A isto ainda junta uma TAN Euribor a 1, 3 e 6 meses mais *spread* 2% a 12%.

2.3. Análise das condições das plataformas

Após a análise do regime em que alguns créditos bancários são concedidos, cabe descortinar quais as condições que oferecidas aos promotores pelas plataformas.

Iremos avaliar as condições oferecidas por duas plataformas portuguesas – *Raize* e *Clicinvest*.

Na *Raize* as PME podem contratar junto dos investidores financiamento a médio/longo prazo que, pretende abranger o financiamento de tesouraria e investimento, o adiantamento de faturas e, o financiamento de *startups*. Por contraposição ao crédito bancário, a abertura de conta, o estudo de financiamento e o acompanhamento anual da conta são gratuitos. Há apenas lugar ao pagamento de uma comissão de processamento de novos empréstimos que pode ir até 5% do valor mutuado e, ainda uma comissão de gestão por empréstimo em curso de 0,5% do valor anual do mútuo. Caso o promotor

²⁰² Assumindo um valor de contrato de €5000.

queira reembolsar antecipadamente o capital não existem quaisquer penalizações²⁰³. O pagamento das prestações é feito mensalmente, sendo a prestação calculada tendo por base o reembolso do capital e o pagamento de uma taxa de juro. A taxa de juro será encontrada com base no nível de risco da empresa, variando entre 3,05% e 10,92%²⁰⁴. Se houver incumprimento pelo promotor terá de pagar uma comissão de gestão de atraso que pode ir até €25. Caso haja lugar a recuperação judicial dos créditos terá ainda de suportar todos os custos inerentes a este processo. Pese embora não sejam cobradas comissões pela plataforma há que ter em conta os valores cobrados pela instituição de pagamentos que assegura as transferências monetárias da plataforma. Apenas há lugar a pagamento de comissão caso realizem uma transferência da conta de pagamentos para uma conta domiciliada em Portugal e essa transferência seja de valor superior a €2500. Nestes casos é cobrada uma comissão de 5% sobre o valor transferido²⁰⁵.

Na *Clicinvest*, o promotor pode obter financiamento entre €2.500 e €150.000 com prazo de 6 a 36 meses, tendo de pagar uma comissão caso o empréstimo seja totalmente financiado. Esta comissão varia consoante a maturidade e o risco associado ao mútuo, começando em 1%, e sujeito a uma comissão mínima de €250. À semelhança da *Raize*, também não existe qualquer custo associado a uma amortização antecipada do empréstimo, sendo o reembolso feito mensalmente em prestações fixas. Consoante o risco do empréstimo, a taxa de juro pode variar entre 3,3% e 9,3%²⁰⁶. Em caso de mora do promotor, os juros serão agravados a uma taxa de 4% ao ano e há lugar ao pagamento de uma taxa adicional referente aos custos de cobrança. Em caso de incumprimento procede-se à recuperação judicial do crédito com todos os custos inerentes ao processo a serem suportados pelo promotor.

²⁰³ Vide <https://www.raize.pt/institucional>, consultado a 18/07/2019

²⁰⁴ Vide <https://www.raize.pt/faq>, consultado a 18/07/2019

²⁰⁵ Vide <https://static.raize-ip.pt/documents/8711PRE.pdf>, consultado a 21/07/2019

²⁰⁶ Vide <https://www.clicinvest.pt/emprestimo/>, consultado a 21/07/2019

2.4. Comparação entre as formas de financiamento tradicionais e o financiamento colaborativo por empréstimo

Ainda que seja a forma mais tradicional e divulgada, será que hoje em dia ainda faz sentido as PME recorrerem ao crédito bancário? É esta a questão que nos propomos responder.

O crédito bancário apresenta uma maior variedade de opções de financiamento, podendo até certo ponto oferecer opções mais especializadas às PME. Por seu turno, as plataformas não oferecem um leque de soluções tão variado, mas permitem o financiamento daquilo que mais importa numa PME – apoio ao investimento, gestão de tesouraria e apoio ao início de atividade de uma *startup*. De um modo geral, satisfazem as necessidades financeiras das PME.

Um ponto muito importante a ter em conta quando nos deparamos com esta escolha, são os custos associados à contratação do empréstimo. É neste fator que deve residir a escolha pela melhor opção.

No caso de optarem pelo financiamento bancário, qualquer que seja o produto escolhido, terão sempre de pagar elevadas comissões associadas o que, quando comparamos com o recurso ao financiamento colaborativo, vemos que os custos são bastante inferiores – as plataformas apenas cobram duas comissões e apenas em caso de o financiamento ter sucesso.

Outra questão que deve pesar na escolha é o facto de as plataformas operarem com base no princípio do tudo ou nada, ou seja, apenas obtêm financiamento caso toda a campanha seja financiada. Este será sempre um dos riscos que o promotor corre. Contudo, a nosso ver compensa. Num banco também são dadas garantias de que o financiamento será concedido e, logo a início, terão de pagar uma comissão que não será devolvida caso o empréstimo não seja concedido. Nas plataformas, a avaliação da oferta é gratuita e o pagamento de comissões só ocorre em caso de sucesso. Apesar de correrem o risco de insucesso da campanha, a final pode mostrar-se vantajoso em termos de custos do financiamento.

Quanto à taxa de juro a pagar, as plataformas cobram uma taxa fixa e não há lugar a pagamento de *spread* o que permite às PME poupar nos custos com o financiamento. Regra geral, a taxa é sempre inferior à taxa cobrada pelos bancos pois não está indexada

e é calculada apenas para o risco específico que a PME representa – se a PME apresentar um risco elevado a taxa a pagar será mais alta e, caso apresente um risco menor a taxa aplicada também será menor.

Em caso de incumprimento há lugar a um agravamento em juros de mora e ao pagamento de uma comissão adicional o que também ocorre no crédito bancário.

Adicionalmente, existe ainda a situação de não ser concedido crédito bancário a PME's recentes e que ainda não apresentam receitas mas, necessitam de financiamento ao desenvolvimento desses projetos. Nestas circunstâncias, o recurso ao financiamento colaborativo por empréstimo mostra-se muito vantajoso na medida em que o facto de uma empresa estar a iniciar atividade não constituiu obstáculo à aprovação da oferta.

Considerando estes factos entendemos que será mais vantajoso em termos de custos o recurso ao financiamento colaborativo por empréstimo.

G. Conclusão

O financiamento colaborativo por empréstimo é, de entre as várias modalidades de financiamento colaborativo, a modalidade que apresenta um maior crescimento recente em Portugal, tanto ao nível da regulamentação como ao nível de plataformas especializadas nesta modalidade registadas junto da CMVM²⁰⁷.

Ao longo desta dissertação propusemos-nos abordar várias questões relacionadas com o financiamento colaborativo e, em especial, com o financiamento colaborativo por empréstimo, a fim de averiguar quais as vantagens que esta nova figura traz a investidores e PME's. Pretendemos contribuir para um estudo mais aprofundado do regime jurídico português que subjaz ao financiamento colaborativo por empréstimo bem como identificar os prós e os contras do recurso a financiamento e da realização de investimentos através da modalidade de financiamento colaborativo por empréstimo.

Olhando para o regime jurídico da figura, é possível verificar algumas dificuldades relativas à regulamentação da atividade de financiamento colaborativo. Desde logo, a definição dada pelo art.º 2º do RJFC não mostra ser a mais precisa. A este propósito,

²⁰⁷ Sistema de difusão de informação da CMVM, consultado a 06/09/2019.

elencámos os vários elementos da definição, concluindo que o legislador teria ganho em recorrer ao termo *financiadores*, ao invés de *investidores*, por forma a incluir tanto a vertente não financeira como a vertente financeira do financiamento colaborativo. Notámos ainda que o legislador deveria antes referir-se a um *grupo de investidores* por forma a identificar mais concretamente a *crowd*. Apesar destas imprecisões, consideramos que ainda é precoce definir de forma tão concreta e precisa o que é o financiamento colaborativo, na medida em que estamos perante uma realidade nova que está em constante mutação. Porém, a definição dada pelo legislador para o financiamento colaborativo por empréstimo mostra-se bastante ampla, promovendo a importação de novas submodalidades de financiamento colaborativo por empréstimo, nomeadamente, a criação de plataformas especializadas em *invoice trading* que tem vindo a crescer no RU.

Prosseguimos o nosso estudo e analisámos os vários intervenientes na relação de financiamento colaborativo, onde nos deparamos com uma questão que ainda não se encontra devidamente esclarecida na doutrina e na lei. Impõe-se determinar a natureza do contrato que subjaz ao relacionamento entre investidores e promotores – o acordo de utilização da plataforma. Defendemos tratar-se de um contrato de mandato sem representação, na medida em que não existe procuração e a entidade gestora age no interesse dos utilizadores da plataforma que gere e não assume qualquer responsabilidade ao nível de pagamentos²⁰⁸. Através da plataforma, a entidade gestora funciona como um mero intermediário de vontades, mandatado por cada uma das partes para que transmita à outra a sua intenção em investir ou recolher financiamento.

Uma outra questão controversa com que nos deparamos reside nos limites impostos ao investimento que, a certo ponto, podem tornar-se dissuasores do investimento nesta modalidade. Pese embora compreendamos a *ratio* dos limites impostos pelo art.º 12.º/1 do Regulamento, bem como as exceções previstas no art.º 12.º/2, tendo presente que o público investidor em financiamento colaborativo por empréstimo tende a constituir-se de pessoas com baixa literacia financeira, na medida em que os limites mínimos de investimento propiciam que a maioria do público investidor seja composto por estas pessoas. Tendo em mente esta realidade, cremos que a solução portuguesa não é a mais feliz. Defendemos que, não obstante a obrigatoriedade de disponibilização da IFIFC, este documento não se afigura suficiente para um esclarecimento efetivo e real do investidor

²⁰⁸ Os pagamentos estão a cargo de uma entidade diferente especializada e devidamente autorizada a exercer essa atividade.

com baixa literacia financeira. Ainda que a IFIFC tenha de ser redigida em linguagem prática e clara, um investidor com pouca ou nenhuma literacia financeira, certamente não retirará as ideias chave do documento. Assim, concluímos pela necessidade de adaptação do regime através da criação da obrigatoriedade da existência de aconselhamento no investimento, mediante a participação no processo de uma empresa autorizada para exercer a atividade de consultoria para investimento. Pese embora exista a proibição de ser prestado aconselhamento ao investimento através das plataformas, não vemos impedimento à criação da obrigatoriedade de intervir uma entidade, que atue paralelamente à entidade gestora e que desta seja independente, a prestar o serviço de consultoria para investimento. E isto porque na ausência de literacia financeira, é necessária a explicação em termos concretos e adaptados às necessidades do investidor da oferta de investimento que tem perante si. De facto, as empresas de consultoria para investimento mostram-se como a melhor opção para solucionar o problema. Ao prestarem o serviço junto do potencial investidor, fazem-no de uma forma adequada às necessidades de esclarecimento da pessoa em concreto, permitindo assim a prestação de um aconselhamento especializado²⁰⁹. Adicionalmente deverá sempre ser garantido que a prestação deste serviço é feita numa base independente nos termos do art.º 24.º/7 DMIF II.

Adicionalmente podemos igualmente verificar um outro ponto fraco na regulamentação do financiamento colaborativo – a tutela do investidor. É praticamente inexistente. No que concerne ao financiamento colaborativo percebemos que os investidores não se encontram protegidos por qualquer mecanismo especial. Contrariamente aos investidores em valores mobiliários, os investidores em financiamento colaborativo não beneficiam da proteção conferida pelo SII. Estes investidores em financiamento colaborativo gozam apenas da tutela conferida pelas regras do incumprimento relativas ao contrato subjacente ao financiamento. No caso do financiamento colaborativo por empréstimo são as regras gerais do incumprimento de contratos e o recurso ao mecanismo da recuperação de créditos. A este propósito, pudemos notar que a lei não é clara quanto à aplicação do SII aos investidores em financiamento colaborativo por empréstimo que, no âmbito deste investimento, optem pela subscrição de uma oferta que implique a subscrição de obrigações. Ora, dada a natureza do SII fará todo o sentido que estes investidores se encontrem protegidos, na

²⁰⁹ Nos termos previstos no Considerando 82 e no art.º 4.º/4 da DMIF II.

medida em que a lei obriga à presença de um intermediário financeiro. Assim, julgamos ser da maior coerência a criação pelo legislador de um sistema à semelhança do SII e do FGD que possa proteger o investidor em financiamento colaborativo, em casos de falha da entidade gestora e do promotor. Mais premente ainda é o esclarecimento legal sobre a inclusão dos investidores em financiamento colaborativo que subscrevem obrigações estarem abrangidos pela proteção do SII.

Por último e a concretizar o foco principal desta dissertação pudemos verificar que o financiamento colaborativo oferece vantagens face às opções tradicionais de investimento e financiamento.

Focando o lado do investidor, verificámos que as obrigações são mais dispendiosas para o investidor. Pudemos verificar nas obrigações analisadas que os valores mínimos de subscrição são superiores a €50.000, é exigido aos investidores o pagamento de comissões e taxas de intermediação, sendo, nos casos analisados, o reembolso feito apenas na maturidade²¹⁰. A taxa de juro é paga consoante o risco do título, contudo nunca é muito elevada porque a subscrição de obrigações não representa um risco de crédito muito elevado. Contrariamente, o investimento no financiamento colaborativo não há lugar ao pagamento de comissões, sendo gratuito. A média das taxas de juro praticadas está acima dos 6,38%, sendo pedidas garantias pessoais²¹¹ ao representante legal do promotor o que, por si, ajuda a reforçar a tutela do investidor. Adicionalmente a plataforma apoia os investidores em caso de incumprimento pelo promotor, prestando apoio na recuperação de créditos. O reembolso do capital mutuado é feito parcialmente ao longo do prazo para a maturidade do empréstimo, permitindo uma melhor rentabilização dos retornos conseguidos com o investimento, diminuindo o custo de oportunidade e, fomentando o reinvestimento.

Do lado das PME, pudemos verificar que o crédito bancário oferece mais opções de financiamento que se podem ajustar mais concretamente à necessidade de financiamento da empresa. Contudo há lugar ao pagamento de inúmeras comissões no momento da contratação, durante e no termo do contrato. Adicionalmente existe a possibilidade de não concessão do empréstimo, com a agravante de ser sempre devida a comissão inicial de avaliação/montagem da operação. Geralmente, sempre que a empresa pretenda amortizar

²¹⁰ Pese embora não seja obrigatório o reembolso na maturidade, esta é a situação mais comum na subscrição de obrigações.

²¹¹ Adicionalmente podem ser pedidas garantias reais.

antecipadamente o capital em dívida terá de o fazer com base em montantes mínimos, acrescentando uma penalização pelo reembolso. Por sua vez, o financiamento colaborativo por empréstimo oferece menos opções de financiamento, contudo oferece os três principais tipos de financiamento que uma empresa normalmente necessita. Na contratação deste financiamento apenas há lugar ao pagamento de comissão em caso de sucesso da operação de financiamento e, em caso de transferência do montante angariado para contas no estrangeiro, cujo montante da transferência seja superior a €2.500. A avaliação do projeto é gratuita. Contudo tem o inconveniente de a maioria das plataformas operarem segundo o princípio do “tudo ou nada”. Porém, quando uma empresa recorre ao crédito bancário também não tem garantia que o empréstimo seja concedido, acrescentando a vantagem de que as plataformas não cobram comissões em caso de insucesso da oferta.

De um modo geral, concluímos que para o investidor comum – aquele que tem algumas poupanças que quer rentabilizar – o recurso ao investimento em financiamento colaborativo por empréstimo será a melhor opção, bem como permitirá às empresas que necessitem de financiamento poupar.

Acreditamos que os futuros avanços do regime jurídico do financiamento colaborativo por empréstimo, nomeadamente através da implementação do Regulamento Europeu de *Crowdfunding* que está atualmente em preparação, irá permitir uma harmonização do regime a nível europeu e, consequentemente, resolver alguns dos problemas atuais do regime português do financiamento colaborativo. Aliado a este avanço de regime e, mediante uma maior dinamização junto público investidor, tal permitirá uma maior sensibilização para o recurso a este novo método de financiamento e investimento. Contudo, não nos podemos esquecer que o financiamento colaborativo está rodeado de outros métodos alternativos igualmente apelativos a investidores e empreendedores. Focamos a este propósito o caso dos fundos de crédito²¹², cuja previsão

²¹² São fundos que têm por objeto conceder, a título exclusivo, empréstimos diretamente aos mutuários, a participação em consórcios de concessão de crédito ou a aquisição de empréstimos emitidos por bancos ou outras entidades, por via da cessão de créditos *in* Documento de Consulta Pública da CMVM sobre a possibilidade de previsão no ordenamento jurídico nacional dos fundos de créditos, pp. 3-4, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/ConsultaFundosCreditos2017.pdf>, consultado a 06/09/2019.

legal entrará em vigor em 1 de janeiro de 2020²¹³²¹⁴, abrindo todo um novo caminho e desafio ao legislador na regulamentação destes novos meios de financiamento e investimento.

Índice

A. Declaração anti plágio	3
B. Modo de citar	3
C. Agradecimentos	4
D. Lista de abreviaturas	5
E. Sumário	7
F. Resume	7
I. Introdução	8
II. O fenómeno do <i>crowdfunding</i>	11
1. O conceito de <i>crowdfunding</i>	11
1.1. A imprecisão da definição do RJFC	13
2. Modalidades de <i>crowdfunding</i>	15
2.1. Modalidades no Direito estrangeiro – o caso do RU	15
2.2. Modalidades na lei portuguesa	17
3. Condições da oferta de financiamento	21
4. Implementação de uma campanha de financiamento colaborativo	23
5. Intervenientes numa relação de financiamento colaborativo	24
5.1. Promotores	25
5.2. Investidores	25
5.3. Plataformas de financiamento	27
5.3.1. O acordo de utilização da plataforma	29
6. Vantagens e riscos do financiamento colaborativo	31
6.1. Riscos inerentes ao financiamento colaborativo	31
6.2. Vantagens do financiamento colaborativo	34
III. O Regime Português de Financiamento Colaborativo por Empréstimo	35
1. Entidades gestoras das plataformas	36

²¹³ <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc21/governo/comunicado-de-conselho-de-ministros?i=290> e <http://www.presidencia.pt/?idc=10&idi=168502>

²¹⁴ Vide <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/fundos-de-credito-vao-chegar-a-portugal-o-que-sao>, consultado a 06/09/2019.

2. Atividade de intermediação do financiamento	37
2.1. Supervisão e regulação da atividade de intermediação de financiamento	39
2.2. Regime Sancionatório da Atividade de Financiamento Colaborativo.....	41
3. Ofertas de financiamento colaborativo de investimento	43
4. Mecanismos de tutela do investidor.....	46
IV. Principais meios de financiamento e de investimento tradicional e o investimento e financiamento através de financiamento colaborativo por empréstimo	49
1. Perspetiva do investidor	49
1.1. Principais formas de investimento tradicional	49
1.2. Condições oferecidas pelo investimento em obrigações.....	52
1.3. Condições oferecidas pelas principais plataformas portuguesas de financiamento colaborativo por empréstimo	54
1.4. Análise comparativa dos dois modos de investimento	56
1.4.1. Obrigações disponíveis no mercado.....	57
1.4.2. Ofertas disponíveis nas plataformas de financiamento colaborativo	61
1.5. Comparação entre obrigações e ofertas de financiamento colaborativo.....	62
2. Perspetiva das empresas.....	63
2.1. Principais formas de financiamento tradicionais	64
2.2. Análise do crédito bancário.....	66
2.3. Análise das condições das plataformas.....	68
2.4. Comparação entre as formas de financiamento tradicionais e o financiamento colaborativo por empréstimo	70
G. Conclusão.....	71
H. Bibliografia	77

H. Bibliografia

ABREU, Margarida; AFONSO, António; ESCÁRIA, Vítor; FERREIRA, Cândida, *Economia monetária e Financeira*, 2ª edição, ISBN 978-972-592-351-1, Escolar Editora, 2012;

BELEZAS, Fernando, *Crowdfunding: regime jurídico do financiamento colaborativo*, ISBN 978-972-40-6951-7, Almedina 2017;

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, acessível em <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>;

BROCHADO, Ana, *Snapshot sobre a indústria de crowdfunding na Europa*, 59, CdMVM, abril 2018, pp. 37-57 acessível em http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo2_Cadernos%20MVM%2059.pdf;

BUYSERE, Kristof De; GADJA, Oliver; KLEVERLAAN, Ronald; MARN, Dan, *A Framework For European Crowdfunding*, 2012, acessível em http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf;

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011;

CATARINO, Luís Guilherme, *Crowdfunding e crowdinvesting: o regresso ao futuro?* in *Estudos*, Instituto dos Valores Mobiliários, acessível em https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1510758935artigo_crowd_funding.pdf;

CCAF, *Entrenching Innovation. The 4th Annual UK Alternative Finance Industry Report*, 2017, acessível em <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/entrenching-innovation/#.XX4tTihKhPZ>;

CE, “*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*”, 2015, acessível em https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-mapping-eu-markets-and-events-study_en;

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ISBN 978-972-40-6801-5, Almedina 2016;

CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil*, Tomo I, 4ª edição, ISBN 978-972-40-4776-8, Almedina 2012;

COSTA, Vasco, *A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “Crowdfunding” – em especial, o caso português*, 59, CdMVM, abril 2018, pp. 8-36, acessível em

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo1_Cadernos%20MVM%2059.pdf;

COUFFINHAL, Bénédicte, *The use of crowdfunding as an alternative way to finance small businesses in France*, 2014, acessível em <https://esource.dbs.ie/handle/10788/1801>;

COUTO, Ana Sá e COLAÇO, Frederico Romano, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, 2015, acessível em <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4625/documento/p01.pdf?id=5777>;

DELIVORAS, Angelos, *Crowdfunding in Europe – Introduction and state of play*, European Parliament Research Service, acessível em: [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI\(2017\)595882](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2017)595882);

DZIUBA, Dariusz T., *Crowdfunding platforms in invoice trading as alternative financial markets in Rockzniki Kolegium Analiz Ekonomicznych* (Escola Económica de Varsóvia), 49, 2018, acessível em http://rocznikikae.sgh.waw.pl/p/roczniki_kae_z49_31.pdf;

ESMA, *Opinion: Investment Based Crowdfunding* (ESMA/2014/1378), acessível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf;

FCA, *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, fevereiro 2015, acessível em <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>;

GABISON, Garry A., *Understanding Crowdfunding and its Regulations*, European Comission, Joint Research Centre Institute for Prospective Technological Studies, 2015, acessível em <http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC92482>;

KIRBY, Elanor e WORNER, Shane, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 2014, acessível em <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>;

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações*, Vol. III – Contratos em Especial, 6ª edição, ISBN 978-972-40-3850-6; Almedina 2009;

Crowdfunding: uma análise sobre o financiamento colaborativo por empréstimo e as vantagens face ao financiamento tradicional

METELKA, Alban, Crowdfunding, *Startups' alternative funding source beyond banks, business angels and venture capitalists*, 2014, acessível em <http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A831531&dswid=3788>;

RODRIGUES, Sofia Nascimento, *A protecção dos investidores em valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001

SANTOS, João Vieira dos, *Regime jurídico do crowdfunding (financiamento colaborativo)*, 3, Revista de Direito das Sociedades (RDS), Ano IX (2017), Diretor: António Menezes Cordeiro, Almedina, pp. 643-676.